



УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО

Финансово-счетоводен факултет
катедра „Финанси“

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“

на тема:

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ЕФЕКТИ НА ПОЛИТИКАТА НА КИТАЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

Докторант:

Камелия Тодорова Пенкова

Научен ръководител:

Проф. д-р Силвия Трифонова

СОФИЯ
2023 г.

Дисертационният труд се състои от 250 страници, в т.ч. увод, три глави, заключение, библиография, списъци на използваните съкращения, на фигурите и таблиците и приложения, свързани основно с работата по иконометричното моделиране. В изложението са представени 29 фигури и 10 таблици. Библиографията съдържа 210 източника, (включително книги, статии, периодични и непериодични статистически и други публикации, доклади и достъпни в интернет източници) от които 16 на български език и 194 на английски език. Приложенията са в обем на 52 страници. По темата на дисертационния труд са направени 5 публикации.

Защитата на дисертационния труд ще се състои на 2024 г. от часа в зала на Университета за национално и световно стопанство – София (УНСС) на открито заседание на Научното жури, назначено със заповед на Ректора на УНСС. Материалите по защитата са на разположение на интересуващите се в сектор „Научни съвети и конкурси” (дирекция „Наука“) и на интернет страницата на УНСС (www.unwe.bg).

СЪДЪРЖАНИЕ НА АВТОРЕФЕРАТА

I.	ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	4
1.	Актуалност на темата на дисертационния труд	4
2.	Обект и предмет на изследването	5
3.	Изследователска теза.....	6
4.	Цели и задачи на изследването	7
5.	Методология на изследването	8
6.	Структура на дисертационния труд.....	8
II.	СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.....	10
III.	СИНТЕЗИРАНО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.....	13
IV.	СПРАВКА ЗА ПРИНОСИТЕ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.....	58
V.	СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ, СВЪРЗАНИ С ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	59
VI.	ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ	60

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Актуалност на темата на дисертационния труд

Икономиката на Китайската народна република има значителен дял от общото световно стопанство – според данни на Световната банка през 2021 година страната се нарежда на второ място по дял на БВП с 18,4% от общия БВП на света (World Bank, 2021). Този висок дял на китайската икономика обуславя проблема за нейното развитие и структура като значим за изследователите.

Дисертационният труд изследва икономиката на Китай, която има силна взаимовръзка с останалите икономики по света и може да им оказва съществено влияние. От значение е да се разбере как китайската икономика взаимодейства с останалите икономики, като нейното по-задълбочено изследване неминуемо ще допринесе за анализа и на други икономики като например тези на САЩ, ЕС и азиатските развиващи се икономики.

Друго основание да се определи темата на дисертационния труд като значима е засилващата се роля на валутата на страната (китайско ренминби или китайски юан) за международната търговия, което доведе и до включването на юана в кошницата с валути, определящи стойността на Специалните права на тираж (СПТ) на Международния валутен фонд. Фондът отчита, че валутата на Китай отговаря на условията за включване в кошницата на СПТ – а именно да е емитирана от една от държавите с най-голям износ за период от пет години и да е свободно използваема. Включването в кошницата на СПТ става през 2015г. Засилващата се роля на китайската валута е видна и от промененото тегло в кошницата. През 2022 г. МВФ променя теглото от 10,92 през 2015г. до 12,28 през 2022 г., за сметка на намалени тегла на еврото, японската йена и британския паунд.

Още едно основание да се говори за засилваща се роля на китайския юан в международен план е покачващият се дял на разплащания във валутата. Според данни на SWIFT тя се изкачва значително в класирането на най-използваните валути, като от 17-то място през октомври 2017 г. тя се класира на 5-то или 6-то място през различните месеци от годината през 2022 г..

Решенията на Китайската централна банка (КЦБ) се следят с голям интерес от международните изследователи и експерти наред с решенията на другите водещи централни банки като тези на Федералния резерв, Европейската централна банка, Японската централна банка и Английската централна банка. Същевременно КЦБ има по-различни характеристики от горепосочените водещи институции – тя е зависима от

правителството на страната, възможностите ѝ за контрол върху търговските банки се простират извън пределите на нормативните актове, а решенията ѝ често са трудно предвидими и не достатъчно прозрачни. Фактът, че нейните решения могат да се отразят на останалите икономики и специфичните и характеристики я правят значим проблем за международната общност от икономически експерти.

Актуалността на темата на дисертационния труд в голяма степен се обуславя от факта, че се изследват съвременните проявления на политиката на КЦБ и нейните настоящи ефекти. Избраният времеви хоризонт за изследването е възможно най-актуален. В по-голямата си част проучените литературни източници обхващат последното десетилетие, а избраният период на емпиричните изследвания обхваща възможно най-нови данни.

Актуалността следва и от това, че въпросите за китайската икономика все повече ангажират международните изследователи и експерти, което намира израз в организирането на различни научни конференции и форуми. Международни организации като Международният валутен фонд (МВФ), Европейската централна банка (ЕЦБ) и Федералният резерв също се вълнуват от развитието на китайската икономика и Китайската централна банка и провеждат различни изследвания на тази тематика.

В България има изследвания, свързани с китайската икономика, но те са ограничени, а такива, които в детайли да изследват паричната и валутната политика на Китайската централна банка, изцяло липсват. Това прави настоящото изследване единствено по рода си сред българската изследователска общност.

2. Обект и предмет на изследването

Обект на научното изследване е политиката на Китайската централна банка.

Политиката на КЦБ се разглежда в два аспекта – парична политика и валутна политика на Централната банка. Паричната политика се стреми да постигне определени цели за финансовата система и стопанството на дадена държава. Валутната политика на централната банка се свързва с регулирането и контрола на валутния курс и валутния обмен (Трифенова, 2006).

Като **ограничения на обекта** на изследване може да се определи, че не се изследват други елементи на финансовата политика на Китай като фискалната политика, социалната политика и структурните реформи. Банковият надзор също не е обект на труда.

Предмет на изследването е макроикономическите ефекти, които се проявяват вследствие от проведената политика на КЦБ.

По-конкретно се поставя фокус върху изследването на ефектите върху банковата система, в лицето на заемите и депозитите, както и върху инфлацията, износа и вноса. Като ограничения на предмета на изследването може да се посочи, че трудът не включва отражението на валутната и паричната политика върху проблемите на бедността и неравенството, пазара на труда в Китай и държавните финанси. Изследват се само ефекти, засягащи икономиката на Китай, като такива за регионалното международното стопанство няма да бъдат изследвани.

Предвид невъзможността да се осигурят статистически надеждни резултати относно връзката на паричната и валутната политика с брутният вътрешен продукт (БВП), се създава още едно ограничение пред труда – в иконометричното изследване няма да бъдат представени резултати за обвързаността на паричната и валутната политика с БВП.

Предметът на изследването е времево ограничен, като се изследват макроикономическите ефекти от политиката на КЦБ на базата на публикувани данни от периода м. 11.2015 г. – м. 12. 2021 г. За начало е определен моментът, в който КЦБ премахва всички ограничения по лихвените проценти по депозитите и кредитите в банковата система. Следва да се отбележи, че за по-голяма яснота на изложението при представянето на инструментариума на КЦБ е избран по-голям времеви хоризонт, който да може да даде задълбочен контекст на наблюдаваните ефекти – а именно, периодът 2010 – 2021 г.

Съществува взаимна връзка между тема, цел, обект и работна хипотеза на дисертационното изследване. Обектът, предметът и работната хипотеза в значителна степен произлизат от темата на дисертационното изследване

3. Изследователска теза

Изследователската теза е, че съществува връзка между паричната политика, (описана чрез лихвения процент и паричния агрегат M2) и валутната политика, (описана чрез валутния курс) на Китайската централна банка и основни макроикономически показатели в лицето на инфлацията, заемите, износа и вноса на Китай.

Изследователската теза се декомпозира в следните **работни хипотези**:

Хипотеза 1: Паричната политика на КЦБ, проведена чрез паричния агрегат M2 и лихвения процент FR007, оказва влияние върху обема на заемите в Китай.

Хипотеза 2: Паричната политика на КЦБ, проведена чрез паричния агрегат M2 и лихвения процент FR007, оказва влияние върху инфлационното равнище в Китай.

Хипотеза 3: Валутният курс на ренминби оказва влияние върху нивото на износа в Китай.

Хипотеза 4: Валутният курс на ренминби оказва влияние върху нивото на вноса в Китай.

Изследователската теза се потвърждава или се отхвърля чрез използването на емпирични иконометрични методи.

4. Цели и задачи на изследването

Главната цел на дисертационния труд е да се направи анализ на макроикономическите ефекти на политиката на КЦБ, като стремежът е да се потвърди тезата, че съществува връзка между паричната и валутната политика на Китайската централна банка и инфлацията, заемите, износа и вноса на Китай.

Главната цел се декомпозира в следните изследователски задачи:

1. Да се изясни историческото развитие на КЦБ и да се очертае съвременното състояние на Централната банка;
2. Да се проучи подробно паричната политика на КЦБ, като се изяснят нейната стратегия, оперативна рамка и канали на трансмисионен механизъм;
3. Да се проучи подробно валутната политика и валутнокурсвият режим на КЦБ, с изясняване на връзката между паричната и валутната политика на Централната банка;
4. Да се направи преглед и сравнителен анализ на съществуващата до момента литература по темата на дисертационния труд, с прилагане и на критичен анализ;
5. Да се направи емпиричен анализ на инструментариума на паричната политика на КЦБ в неговата структура и динамика, с проучване поведението на всеки един от инструментите на КЦБ;
6. Да се направи иконометричен анализ на ефектите от паричната и валутната политика на КЦБ върху определени основни макроикономически показатели – инфлация, заеми, износ и внос на китайската икономика;
7. Да се формулират изводи за теорията и практиката на базата на проведеното дисертационно изследване.

5. Методология на изследването

За осъществяването на главната цел и задачите на изследването се използват редица научноизследователски методи и подходи. За проучването на теориите и методиките в областта на валутната и паричната политика се използва **теоретико-методологичен анализ**. Методът на **критичния анализ** се прилага при проучването на специализираната икономическа литература по темата на дисертационния труд. Общопознавателните методи на изследване като **анализ, синтез и индукция** се прилагат при дескрипцията на паричната и валутната политика на КЦБ и нейните макроикономически ефекти. Методът на анализа и синтеза се използва за изследването на паричната и валутната политика, а също и за изследването на нейните ефекти върху макроикономиката на страната. Използва се **сравнителен анализ** при прегледа на специализираната литература по темата на дисертационния труд, както и при проучването на паричната и валутната политика на КЦБ. Прилага се **методът на синтеза**, за да се направят изводи на база изучаването на предмета на дисертационния труд. Чрез **метода на индукцията** се правят заключения за инструментите на паричната политика, валутната политика и техните ефекти. Разработени са автори **иконометрични методи**, за да се изведат и оценят статистически връзки и зависимости между паричната и валутната политика на Китайската централна банка и избраните макроикономически показатели – инфлация, заеми, износ и внос на китайската икономика.

6. Структура на дисертационния труд

В **увода** се представят значимостта и актуалността на изследването, обектът, предметът, авторовата теза. Представени са основната цел на дисертационния труд и задачите за постигането ѝ, както и приложените изследователски методи и подходи.

В **Първа глава** се разглежда историческото развитие на КЦБ и нейното съвременно състояние. Акцентира се върху мястото, което КЦБ заема в китайската държавност. Изследват се паричната и валутната политика на КЦБ.

Във **Втора глава** се изследват трансмисията, връзка и възможните ефекти, които може да настъпят от провежданата парична и валутна политика на КЦБ. Направен е обстоен преглед на специализираната финансово-икономическа литература, посветена на ефектите на паричната политика върху икономиката на Китай.

В **Трета глава** е направено изследване на инструментите на КЦБ, като е анализирана тяхната структура и динамика. Също в нея е извършена иконометрична

оценка на ефектите от паричната и валутната политика върху избрани макроикономически показатели – инфлация, заеми, износ и внос на китайската икономика. За целта са разработени авторови иконометрични модели на базата на актуални данни за изследваните макроикономически променливи.

В заключението са представени изводите от направеното изследване.

Списъкът на използваните литературни източници и приложенията се намират в края на дисертационния труд.

II. СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

СЪДЪРЖАНИЕ:

СПИСЪК НА ИЗПОЛЗВАНИТЕ СЪКРАЩЕНИЯ.....	5
СПИСЪК НА ТАБЛИЦИТЕ.....	7
СПИСЪК НА ФИГУРИТЕ	8
УВОД.....	10
1. Значимост на темата на дисертационния труд.....	10
2. Актуалност на темата на дисертационния труд.....	11
3. Обект и предмет на изследването.....	12
4. Изследователска теза	13
5. Цели и задачи на изследването	14
6. Методология на изследването.....	14
7. Структура на дисертационния труд	15
ГЛАВА I : КЦБ – ИСТОРИЯ, СЪВРЕМЕННО СЪСТОЯНИЕ, ПАРИЧНА И ВАЛУТНА ПОЛИТИКА.....	17
1. Историческо развитие на КЦБ	17
2. Съвременно състояние на КЦБ.....	21
Място на КЦБ в структурата на Китайската държавност	21
Дискусия за независимата централна банка	23
Мандат и функции на КЦБ.....	29
3. Парична политика на КЦБ	30
Стратегия на паричната политика на КЦБ	32
Оперативна рамка на политиката на КЦБ	42
4. Валутна политика на КЦБ	54
Валутнокурсен режим и класификация на валутнокурсните режими	54
Етапи в развитието на валутнокурсния режим на Китай	60
Политики, свързани с международното използване и интернационализацията на ренминби.....	63

5. Обобщение към Първа глава.....	65
ГЛАВА II: ПАРИЧНА И ВАЛУТНА ПОЛИТИКА – ТРАНСМИСИЯ, ВРЪЗКА И	
ПОТЕНЦИАЛНИ ЕФЕКТИ	69
1. Трансмисионен механизъм на паричната политика	69
Канал на лихвените проценти.....	71
Канал на банковия заем	74
Канали на цената на капиталовите активи	77
Канал на валутния курс	78
Други канали на трансмисия на паричната политика	80
2. Преглед на литературата относно ефектите на паричната политика върху	
икономиката на Китай	80
Ефект върху лихвените проценти.....	81
Ефекти върху капиталовия пазар.....	86
Ефекти върху инфлацията и съвкупното производство	89
Ефект върху пазара на недвижими имоти	92
Други ефекти	93
3. Взаимовръзка между парична и валутна политика	94
Трилема на Мъндел-Флеминг	94
Компенсаторна теза	96
Емпирични доказателства за връзката между парична политика и валутен курс в	
Китайската икономика.....	97
4. Връзка между валутен курс и икономическо развитие	101
Валутен курс, текуща сметка и платежен баланс	102
Валутен курс и инфлация	105
Валутен курс и лихвени проценти.....	107
Валутен курс и преки чуждестранни инвестиции.....	108
Валутен курс и национален доход.....	110
5. Обобщение към Втора глава	111

ГЛАВА III : ИНСТРУМЕНТИ НА КЦБ – СТРУКТУРА, ДИНАМИКА И ЕФЕКТИ..	115
1. Инструментариум на КЦБ – структура и динамика	115
Операции на открития пазар	115
Минимални задължителни резерви	132
Кредитни улеснения на КЦБ.....	133
2. Иконометрично изследване на ефектите на паричното предлагане, лихвените проценти и валутния курс върху основни макроикономически показатели.....	140
Използвани данни – индикатори, период и източници	140
Методология и етапи на изследването.....	143
Проверка за стационарност на динамичните редове	146
Влияние на паричното предлагане и лихвените проценти върху банковата система	153
Влияние на паричното предлагане и лихвените проценти върху инфлацията	161
Влияние на валутния курс върху износа и вноса	164
3. Обобщение към Трета глава.....	168
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	171
ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ	178
БИБЛИОГРАФИЯ.....	179
ПРИЛОЖЕНИЕ 1	199
ПРИЛОЖЕНИЕ 2	205
ПРИЛОЖЕНИЕ 3	206
ПРИЛОЖЕНИЕ 4.....	233
ПРИЛОЖЕНИЕ 5	245

III. СИНТЕЗИРАНО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

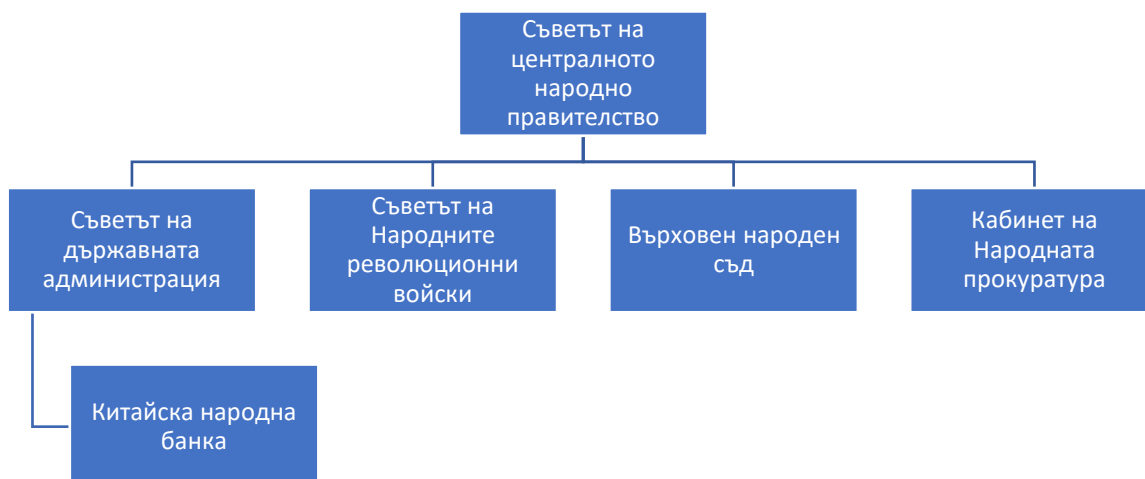
В увода на дисертационния труд е обоснована актуалността и значимостта на темата, дефинирани са обектът и предметът, зададени са основната цел и задачите на изследването. Формулирана е изследователската теза, която се проверява в хода на анализа. Представени са приложените научноизследователски методи, източниците на информация.

ГЛАВА I : КЦБ – ИСТОРИЯ, СЪВРЕМЕННО СЪСТОЯНИЕ, ПАРИЧНА И ВАЛУТНА ПОЛИТИКА

В първа точка от първа глава е направен исторически преглед на развитието на Китайската централна банка (КЦБ). Прегледът на историческото развитие на една институция може да даде значителен контекст на нейните цели и начин на работа.

Китайската народна банка е основана на 1.12.1948 г. (Prasad, 2017), една година преди възникването на Китайската народна република на 1.12.1949 г. Към този момент в контролираните от комунистическата партия райони са в обращение различни парични единици, издавани от по-големите банки в съответната област. В същото време икономиката се намира в условия на хиперинфлация (Huang, 1948). В тази обстановка Комунистическата партия си поставя за цел да унифицира валутата, в контролираните от нея райони, и в същото време да се противопостави на покачващите се цени. За постигането ѝ се налага основаването на нова финансова институция – Китайската народна банка. Тя емитира валутата ренминби, или в превод “народни пари”, които целят да заместят до тогава циркулиращите разнообразни парични знаци. Интересно е да се отбележи, че основната мерна единица на ренминби е юан, който, от своя страна, се дели на джиао и фен. В медиите, общественото пространство и разговорния език често думите юан и ренминби се използват като синоними, но това не е напълно точно.

Представена е държавната структура и мястото на КЦБ в нея.



Фигура 1: Мястото на Китайската народна банка сред институциите в Китайската народна република, 1949 г.

Източник: (Runhua, 2014)

От тази структура ясно се вижда, че Китайската народна банка е подвластна на изпълнителната власт в страната и не е независима. Както е известно, зависимостта на централната банка (или институцията, управляваща паричното предлагане и лихвените проценти) от правителството носи след себе си рисковете на проинфлационната парична политика и печатане на пари – явления, доказали се като крайно неблагоприятни за икономиката. Оттук съществува и рискът за водене на такава политика в Китай, макар че институцията е основана като такава точно за да се бори с високите нива на инфлацията през 40-те години на миналия век в Китай.

През 50-те години на миналия век властите започват да вливат различни банкови институции под шапката на КНБ, която започва да изпълнява и функциите на търговска банка. Така финансовата система в страната се характеризира с единствена банка, която съвместява функциите на централна и търговска банка. В литературата този период е известен като монобанкова система.

От 1978 г., заедно с реформи на цялата икономика, започват и промени в банковата система на Китай. Те са свързани с отделянето на различни звена от КНБ и създаването на нови финансови институции (Chiu and Lewis, 2006), което преустановява монобанковата система в страната. Това довежда до отделянето на търговското банкиране от операциите на КНБ. През 1984 г. правителството обявява, че КНБ е

Централната банка на страната – на институцията са оставени тази функции, като търговското банкиране е в ръцете на новосъздадените търговски банки (Yi, 1992).

През 1993 г. в меморандум на Централния съвет на Китайската комунистическа партия се записва, че КНБ трябва да провежда независима парична политика (Yi, 1992). На практика обаче е невъзможно да говорим за независима от правителството Централна банка, тъй като по това време длъжността на гуверньор се поема от премиера Джу Жундзи.

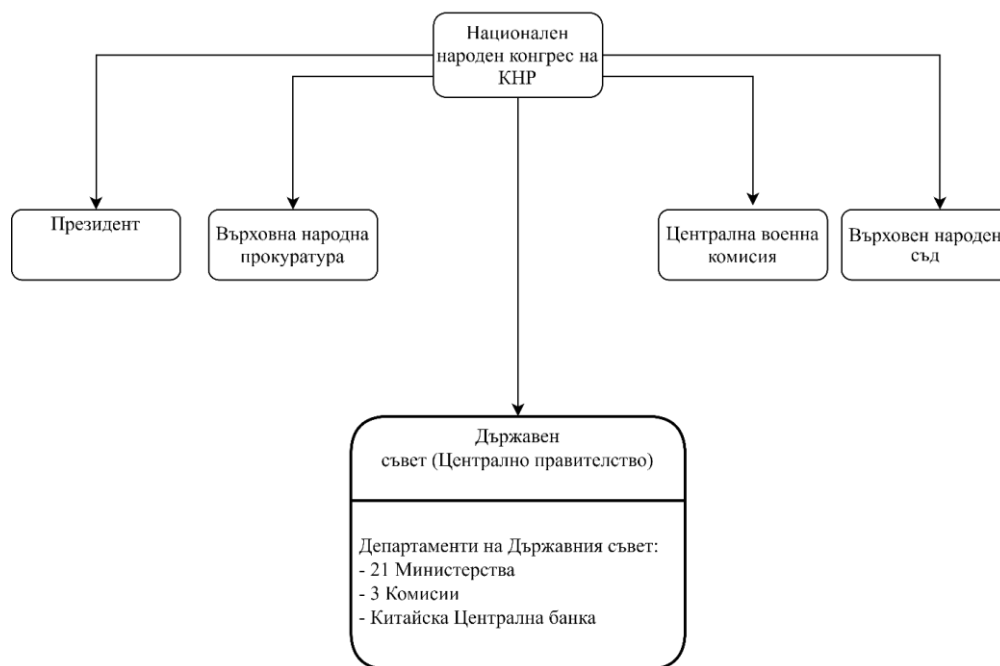
През 1995 г. влиза в сила Законът за Китайската народна банка, който поставя съвременните легални основи на дейността на КНБ. Нормативният акт регламентира целта на паричната политика на институцията – а именно да осигурява парична стабилност, подпомагайки икономическия растеж (Liu, 2018).

Като мярка за отделяне на паричната от фискалната политика, през 1995 г. правото на отдаване на заеми в подкрепа на приоритетните сектори от икономиката се отнема от КНБ и съществуващите държавни банки. За да продължи подпомагането на тези сектори, се откриват три нови институции, които специализират именно в кредитирането на тези сфери (известни в литературата като „policy banks”, или банки за подпомагане на политика).

В следващите години реформите са фокусирани не толкова в структурно-административен план, а повече в конкретните политики на КНБ, различните рестрикции по отношение на лихвените проценти, капиталовите контроли и интернационализацията и дигитализацията на китайската валута.

Втора точка в главата е посветена на съвременното състояние на КЦБ. Представя се място на КЦБ в структурата на Китайската държавност.

Най-общо обусловеността на КЦБ от правителството и Националния народен конгрес може да се представи чрез следната фигура:



Фигура 2: Мястото на КЦБ в държавното устройство на Китай

Източник: Конституция на Китайската Народна Република (NPC, 2004), Структура на Държавния съвет (“The State Council of the People’s Republic of China,” 2021).

Налице е дълбока административна обвързаност между КЦБ и изпълнителната власт. Поради естеството на държавното устройство и липсата на разделение на властите е видна и зависимостта между КЦБ и върховния орган на Китай в лицето на Националния народен конгрес на КНР.

По-нататък в главата се представя въпросът за независимата централна банка. Според Fabris (2018) и Mishkin (2011) всеобщото мнение е, че независимостта на централната банка води до намаляване на темпа на инфлация. Със сигурност зависимата централна банка води рискове от проинфлационна парична политика и се присъединявам към мнението на изследователите по този въпрос. Следва обаче да се отбележи и, че добрата координация между институциите би могла да има благоприятстващ ефект особено когато се налагат бързи мерки за преодоляването на различни икономически шокове. Въпреки това трябва да се посочи, че добра координация и зависимост на една институция от друга са различни по своя характер. Добра координация би могла да се постигне, без да се налага зависимост.

Формално доколко е независима централната банка може най-общо да се определи от начина на провеждане на паричната политика и процедурата по назначаване на управителя ѝ (Михайлова-Борисова, 2014).

В дисертационния труд е направен анализ относно доколко КЦБ би могла да се определи като независима по отношение на целите и по отношение на инструментариума. Достига се до извода, че институцията не е независима по отношение на целите. Въпросът с определянето на независимостта на КЦБ по отношение на инструментариума е с по-висока сложност. Ако се осланяме на определението на DeBelle и Fischer, то в “свободата да избира средствата, чрез които да се постигнат целите”, не би следвало да се включват само инструментите на паричната политика, а може би и избора на междини цели, с които да се постигнат крайните цели. КЦБ няма свобода по отношение на определяне на междинните си цели, тъй като Държавният съвет следва да одобри решенията на КЦБ относно целите, лихвените проценти и обменните курсове. Що се отнася да свободата на избор на инструменти на паричната политика Законът за Китайската народна банка изброява различните средства пред КЦБ, като оставя възможност Централната банка сама да определя “специфичните условия и процедури за използването на инструментите на паричната политика”. Но, тъй като е налице административна зависимост между държавния съвет и КЦБ, е трудно да се определи със сигурност дали институцията има реалната възможност да се възползва от тази си свобода.

След така направения анализ на КЦБ става ясно, че не може да се говори за независимост на Централната банка от правителството, а вероятно и от всички останали висшестоящи органи на КНР и Комунистическата партия.

Съществуват редица емпирични изследвания, които разглеждат въпроса за връзката между независимата централна банка и провежданата парична политика. Както вече беше споменато, утвърдилият се теоретичен възглед е за наличие на отрицателно влияние на независимата централна банка върху инфлацията. Тоест независимата институция би следвало да води след себе си ниска инфлация. Едно мащабно изследване, което достига до обратното заключение е това на Lim (2021). Авторът провежда панелно изследване със 147 икономики за периода 1970 г. – 2012 г. Според заключенията му се наблюдава положителна зависимост между независимостта на централната банка и инфлацията. Наблюдаваният ефект е значителен, и е по-голям от ефекта от повишаването на дохода на глава от населението и ефекта от държавните разходи. Като причини са посочени, че независимите централни банки не могат да поемат множество трудно постижими цели или избират цели, различни от инфлацията.

Различни са заключенията на Strong (2021), според когото с преждевременните смени на управителите на централните банки, водят до повишаване на темповете на инфлация за изследваните държави в Африка.

В условията на здравната криза от COVID-19, става ясно, че в страните с по-независими централни банки, намаляването на лихвения процент и минималните задължителни резерви са били по-ограничени в сравнения със зависимите централни банки. Съответно търсеният макроикономически ефект в тези държави е постигнат чрез по-големи фискални пакети (Elgin et al., 2021).

Възниква въпросът защо в последните две десетилетия не се наблюдава проинфлационна парична политика и висока инфлация в Китай. Отговорът вероятно е по-скоро политически, отколкото макроикономически, и може би се крие в цялостния модел на управление. Обикновено стимулите на правителството за провеждане на проинфлационна парична политика се коренят в преследването на краткосрочни цели, без необходимата грижа или знания за дългосрочните последици. Това в голяма степен произлиза от краткосрочността на мандата на даденото правителство.

По-нататък в главата се изясняване мандата и функциите на Централната банка. Настоящият мандат на КЦБ се определя с изменение на Закона на Китайската народна република за Китайската народна банка, приет на 27 декември 2003 г. Според чл. 2 и чл. 3 от закона, институцията “формулира и прилага паричната политика, предотвратява и разрешава финансовите рискове и поддържа финансовата стабилност, като “целта на паричната политика е поддържането на стабилността на валутата, като по този начин се подпомага икономическият растеж”. Посочени са конкретните функции, които КЦБ изпълнява, а също и е представена съвременната структура на институцията.

Трета точка от Първа глава е посветена на паричната политика на КЦБ. Провеждането на паричната политика обикновено е сред основните задължения на централната банка и КЦБ не прави изключение в това отношение. Анализирването на паричната политика на дадена централна банка може да се направи посредством анализирването на нейните съставни части в лицето на стратегията на паричната политика и оперативната рамка.

Стратегията на паричната политика на КЦБ до голяма степен се свързва с избора на крайна цел на паричната политика и връзките ѝ с конкретния паричен режим (Warjiyo and Juhro, 2019).

Изборът на крайна цел на паричната политика на КЦБ е формулиран в Закона за Китайската централна банка. Във формулировката на крайната цел на паричната

политика личи известна дуалност, въпреки че целта за икономическия растеж е поставена като следствие на целта за поддържане на стабилно ниво на валутата. Макар че преследването на повече от една цели не е чуждо на водещите централни банки, то прави мандата на институцията не толкова ясен.

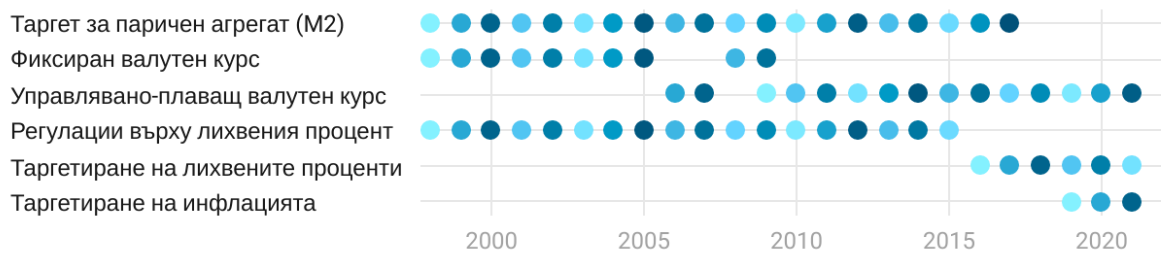
Следва да се отбележи, че в своите неконвенционални инструменти КЦБ включва и възможност за отпускане на средства към банки за развитието на ключови социални и инфраструктурни проекти. Това говори за силна обвързаност между правителството и Централната банка и използването ѝ като инструмент за провеждане на социална политика.

Според гуверньора на КЦБ (Zhou, 2016) сред крайните цели на институцията са “поддържането на ценова стабилност, стимулирането на икономическия растеж, насърчаване на заетостта и генерално поддържане на платежния баланс”. Според него преследването единствено на ценова стабилност има своите неминуеми предимства, но е все още нереалистична за икономическите условия в Китай. Разглеждайки тези цели, Chen et al. (2016) отчитат, че преследването на ценова стабилност и управлението на платежния баланс се правят с оглед преследване на икономически растеж. В този смисъл крайната цел на паричната политика на КЦБ би могла да се разглежда като осигуряване на благоприятни условия за икономически растеж чрез поддържане на стабилно ценово равнище и управление на салдото на търговския баланс.

Изборът на паричен режим е също важен за КЦБ. Паричният режим може да се определи като “набор от парични институции и регулации, придружени, от една страна от обществените очаквания относно мерките на паричните власти и от друга страна, от очакванията на политиците по отношение на реакцията на обществеността към предприетите мерки” (Bordo and Schwartz, 1984). Следва да се отбележи, че изборът на паричен режим по същество се свързва с избора на междинна цел на паричната политика, чрез която да се достигна до нейната крайна цел (Croce and Khan, 2000).

В дисертационния труд е направен анализ на различните таргети, които КЦБ преследва през годините. Според годишния доклад на МВФ за валутнокурсните режими и ограничения през 2021 г. Китай попада в групата на държавите с паричен режим на таргетиране на паричен агрегат (IMF, 2022). Трябва да се обърне внимание, че де факто паричният режим всъщност е по-сложен и включва в себе си преследване на различни цели по отношение на валутния курс, а до 2015 г. и по отношение на обема на кредитирането.

Най-общо промените в контрола на различните индикатори са илюстрирани графично на Фигура 3:



Фигура 3:Регулации и таргети на КЦБ – 1998-2021 г.

Източник: Проучване на автора

Според He и Jia (2019) предизвикателствата пред КЦБ са свързани с трудности в постигането на поставената количествена цел за паричния агрегат M2, наличието на значителни флуктуации на лихвените проценти, наличие на финансови иновации, което прави агрегата M2 несъвършен в представянето на парите в обращение.

В дисертационния труд е представена и таблица в подкрепа на това твърдение, която показва значителните различия между таргета и реалните нива на M2 за дадения период.

КЦБ не комуникира достатъчно добре целите си по отношение на M2, като рядко обръща внимание на отклоненията на паричния агрегат от поставената цел. Същото важи и за Държавният съвет, който на практика поставя целта за M2. В годишните доклади за работата на правителството до 2018 г. се посочват годишните промени в M2, но не и какви са причините за отклонението от предварително зададения таргет. Не се дискутира и как биха се адресирали отклоненията през следващия период. Освен това в последните десетилетия финансовите пазари в Китай претърпяват своето развитие и са налице известни финансови иновации. Според He и Jia (2019) именно иновациите правят M2 “слаб индикатор за цялостната картина на финансова активност”. Не бива да се забравя, че в страната се наблюдава и голям дял на сенчестото банкиране.

Факт е, че след 2018 г. таргетът за паричния агрегат M2 спира да се обявява, както от правителството, така и от Централната банка. В следващите годишни доклади за работата на правителството се отделя все по-малко внимание на паричния агрегат. Същевременно от 2019 г. насам на сайта на правителството започва да се появява информация относно таргетиране на инфлационното ниво, измерено чрез Индекса на потребителските цени (Xinhua, 2022, 2021; Zhou и Xin, 2019).

Таргетирането на инфлацията е паричен режим, при който решенията за провеждането на паричната политика се вземат на база сравнение между очаквана и бъдеща инфлация (Чобанов, 2012). За да се провери доколко е налице паричен режим на инфлационно таргетиране в Китай, са разгледани условията за наличието на такъв режим, посочени от Mishkin (2001) и е изяснено доколко ситуацията в Китай отговаря на тях. Достига се до следните изводи по описаните от Mishkin (2001) критерии:

1. Налице е публично обявяване на целите по отношение на инфлацията, но по-скоро в краткосрочен план. Информацията е посочена на официалния сайт на правителството. Преди 2018 г. официалните власти говорят за някакво преследвано ниво на инфлацията, но те не залягат в официални документи, така както заляга M2.

2. На този етап е трудно да се определи институционалната ангажираност относно определената цел. Не е изминал достатъчно дълъг период, за да се потвърди категорично, че институцията има дългосрочни намерения да постига поставената цел. Следва да се посочи, че е налице коментар от страна на правителството относно наблюдаваната инфлация и поставената цел.

3. Има доказателства, че институцията започва да следи от близо различни индикатори за лихвените проценти. Кой индикатори са под наблюдение на КЦБ не е ясно посочено от Централната банка. Липсва кохерентност в обявените индикатори в отчетите за паричната политика през годините, а също и в официално публикуваната статистика на КЦБ.

4. Наблюдава се известно повишаване на прозрачността относно стратегията на паричната политика. Таргетът на паричната политика се обявява, но няма яснота относно набелязаните мерки за постигането му.

5. На този етап все още не могат да се направят заключения относно повишената отговорност на КЦБ по отношение постигане на целта, поради малък времеви хоризонт.

Китай не е обявил официално, че преминава към таргетиране на инфлацията. Въпреки това изглежда, че в последните години именно инфлацията е основната цел на Централната банка. Със сигурност е нужно повече, за да може да се нарече комуникирането на стратегията на КЦБ като достатъчно прозрачно и в този смисъл да може да се говори за пълна промяна в паричния режим. Въпреки това се налага извода, че в момента става дума за преходен период за преминаване към таргетиране на инфлацията.

Оперативната рамка на паричната политика се свързва с избора на оперативни цели на паричната политика и инструменти на паричната политика (Waijiyo и Juhro,

2019). Като друга част от оперативната рамка на паричната политика, би могло да се посочи решението дали парична политика ще се базира на правила или на дискреция.

Трудно е да се определи с точност дали КЦБ се е насочила към оперативна цел, свързана с лихвените проценти или паричното предлагане. В отчетите за проведената парична политика КЦБ публикува данни – както за промените в паричното предлагане, така и за промените в лихвените проценти, без да посочва изрично индикатор, който да е нейна оперативна цел. Според Huang et al. (2020) следните индикатори играят ролята на оперативни цели на КЦБ – обемът на резервите, краткосрочните лихвени проценти на паричния пазар и паричната база. Изборът на оперативни цели зависи в голяма степен от конкретните икономически условия и архитектурата на финансовите пазари.

За пълнота на изложението и анализа са показани различните времеви етапи в процеса по либерализация на лихвените проценти.

С либерализирането на лихвените проценти Централната банка се стреми постепенно да премине към таргетиране чрез управление на лихвените проценти по инструменти на Централната банка – една по-съвременна и пазарно-обусловена практика.

Изборът на инструменти на паричната политика е от съществено значение за общата рамка на паричната политика. КЦБ използва микс от инструменти на паричната политика, като прави впечатление, че през годините съставните части на този микс търпят значителни промени.

- Операции на открития пазар

Когато говори за операции на открития пазар, КЦБ възприема повече инструменти. КЦБ започва да използва операции на открития пазар в средата на 90-те години на миналия век с постепенното отваряне на икономиката. През годините институцията прилага различни инструменти.

- Репо операции

Представени са различните лихвени проценти по репо операциите. Спорен е въпросът върху кой от тези лихвени проценти КНБ насочва вниманието си през различните периоди. В литературата съществуват изследователски мнения, които посочват, че КНБ третира DR007 при извършването на интервенциите си на репо пазара. (Funke and Tsang, 2021; McManoh et al., 2018; Roache et al., 2019) Такъв извод би могъл да се направи на база комуникацията на Централната банка в нейните доклади за паричната политика. В докладите за 2018 г. и 2019 г. се анализира поведението именно на този лихвен процент, докато новосъздаденият бенчмарк FDR007 не се споменава

(PBC, 2019, 2018). В дисонанс с това, на официалните сайтове на КНБ и Националния център за финансиране на Китай, които обичайно дават статистика за основните бенчмаркове, липсват исторически данни за DR007, докато такива за FDR007 и FR007 са налични.

- Краткосрочен инструмент за ликвидност (Short-term liquidity Operations, SLO)

КЦБ използва инструмента от края на 2013 г. до 2016 г. включително. По същество той представлява репо операция. Неговата цел е да предостави възможности за репо операции с по-кратки матуритети от класическите операции на КЦБ, т.е. под 7 дни. КЦБ почти не се възползва от него, като извършва такива операции само няколко пъти през 3-те години, през които инструментът е активен.

- Депозити на Централната банка

Депозитите на Централната банка в търговските банки също се причисляват от КЦБ към общите операции на открития пазар. В официалните източници на КЦБ съществуват данни за депозираните средства от 2006 г. насам. Използвайки този инструмент, КЦБ предоставя допълнителна ликвидност към търговските банки, като матуритетът е по-дълъг отколкото при репо операциите.

- Облигации на Централната банка

За разлика от облигациите на правителството, които се емитират с помощта на Централната банка, облигациите на Централната банка изразяват задължение на самата Централна банка. Чрез този инструмент институцията повлиява на наличните пари, като намалява ликвидността във системата. Този инструмент се използва активно между 2005 г. и 2010 г., като след 2014 г. емитирането на облигации от страна на Централната банка към финансовия пазар в континентален Китай е преустановено..

- Суапове с облигации на Централната банка

На 24.01.2019 г. КЦБ обявява, че ще въведе нов инструмент, който цели да увеличи ликвидността на вечните банкови облигации. Така банката анонсира възможността за суап на закупени банкови облигации с облигации на Централната банка.

- **Минимални задължителни резерви**

Минималните задължителни резерви представляват задължителен депозит, който банките са длъжни да направят при централната банка.

Размерът на минималните задължителни резерви е сред широко използваните инструменти на КНБ. Използването им в голяма степен е с цел стерилизация на

операциите на валутния пазар. Интересно е, че КЦБ прилага различна ставка за минималните задължителни резерви в зависимост от големината на институцията, за която се отнасят. Този модификация на класическия инструмент дава възможност на Централната банка да таргетира системно важните банки и по този начин инструментът още повече да допринесе за стабилността на банковата система.

- **Кредитни улеснения на КЦБ**

- Постоянно кредитно улеснение (Standing Lending Facility, SLF)

Според Доклада за паричната политика на КНБ за първото тримесечие на 2013 г., основната функция на инструмента е да посреща нуждите от големи по обем ликвидности, като инструментът предвижда отдаване на средства основно с матуритет до три месеца срещу залог на висококачествени облигации и кредитни активи (PBC, 2013). Като основна цел на инструмента може да се посочи предоставянето на ликвидност – по-дългосрочна от възможностите на репо операциите. Това би следвало да доведе до намаляване на волатилността на лихвените проценти на междубанковия пазар. Лихвеният процент по инструмента отразява съответните намерения на КЦБ по отношение на общата парична политика.

- Средносрочно кредитно улеснение (Medium-term Lending Facility, MLF)

Инструментът предоставя ликвидност от три месеца до една година. Отново насоката е към търговските банки и банките за подпомагане на политиката. Получаването на средства чрез този инструмент става на база търг, който определя и лихвения процент за съответното финансиране. Финансовите институции могат да обезпечат получените чрез инструмента средства с ДЦК, облигации на Централната банка и високорейтингови корпоративни облигации.

- Допълнително кредитиране срещу залог (Pledged Supplemental Lending, PSL)

Програмата за допълнително кредитиране срещу залог е анонсирана през юни 2015 г. и е в съответствие с обявената политика на правителството за подпомагане на бедните квартали през същия месец (PBC, 2015). По същество инструментът дава възможност на КЦБ да отпуска средства на Китайската банка за развитие, Селскостопанската банка на Китай и Китайската Експортно-импортна банка, срещу залог. Средствата се използват от финансовите институции за инвестиции в инфраструктурни проекти, свързани с подобряване условията на живот в бедните квартали. Според КЦБ основната функция на инструмента е да осигури дългосрочно,

достатъчно по обем и евтино финансиране на финансовите институции. Средствата следва да се насочват към развитието на ключови икономически области и проекти, свързани със социално-икономическата политика на правителството. Следва да се посочи, че Централната банка не би следвало да изпълнява социални функции и това определено е една нетипична роля. Тя не заляга както в общоприетите функции на Централната банка, липсва и в конкретния мандат на КЦБ. Изпълняването на такива роли от страна на Централната банка може да доведе до рискове, свързани с инфлацията. На тази основа се извеждат положителните и отрицателните страни на изборния инструментариум на паричната политика.

Отделено е и внимание на потенциалното класифициране на кредитните улеснения на КЦБ като неконвенционални инструменти по своята същност. Би могло да се помисли за класифицирането на Постоянното кредитно улеснение като неконвенционален инструмент на КЦБ предвид неговата новост за банката и използването му в период на криза. Класификацията на Междусрочното кредитно улеснение и Допълнителното кредитиране срещу залог като неконвенционални по-скоро произхожда от тяхната същност, освен разбира се от употребата им по-скоро във времето.

Направеният преглед на използваните от КЦБ инструменти показва, че институцията борави с много и различни по своя характер инструменти. КЦБ прибегва към тях по различни поводи и ги използва с различен интензитет. Ето защо може да се говори за сложен микс от инструменти, който цели да постигне оперативните, а от там и крайните цели на паричната политика. Могат да се обособят няколко положителни страни на използването на повече инструменти на паричната политика.

На първо място, наличието на повече инструменти дава възможност за известна гъвкавост на Централната банка. По този начин Централната банка може да се адаптира и да реагира на промените в икономическата среда, като използва подходящите за конкретните икономически условия инструменти. Наличието на такъв разнообразен инструментариум позволява на КЦБ не само да въздейства на паричното предлагане и лихвените проценти, но и да се насочи към конкретни сектори и при необходимост да адресира конкретни проблеми. Това е една важна способност, особено когато става дума за голяма икономика, която може да се сблъсква едновременно с няколко предизвикателства. Например при нужда може да се отпусне ликвидност за конкретни сфери на икономиката, за които такава ликвидност е отпускана. При нужда от насочване на ликвидност към други икономически сфери, сравнително бързо би могла да се осигури

ликвидност към тях чрез административни промени в същността на Междусрочното кредитно улеснение. Същевременно са налични инструменти с различна мощност. Така според конкретните нужди КЦБ може да се насочи към инструменти с по-голям ефект или да прибегне до такива, с които може да постигне много по-прецизен коригиращ ефект. Разбира се, възможно е и съвместно използване на инструментите, за постигане на оптимални ефекти.

На второ място, е налице възможност за бързина в действията на Централната банка. Операциите на открития пазар са пример за инструмент, който може да се използва бързо от Централната банка, за постигане на непосредствени ефекти в рамките на дни. Същевременно са налице и кредитни линии, за които са установени както като административни процедури, така и като практика на Централната банка. Това означава, че при нужда от използването им Централната банка относително бързо може да се обърне към тях за осигуряването на нужната ликвидност.

Съществуването на толкова много инструменти носи и някои трудности.

За провеждането на успешна парична политика с наличното разнообразие от инструменти изисква много внимателна преценка и координация между отделните инструменти. Ефектите от отделните инструменти могат да си взаимодействат, като е възможно ефективността на даден инструмент да бъде повлияна от използването на други инструменти в същия момент. Това може да бъде както търсен, така и не толкова желан ефект от страна на Централната банка. Разбира се, трансмисионният механизъм на инструментите може да се повлияе и от редица други фактори.

Следва да се отбележи, че миксът от инструменти на КЦБ влияе негативно и върху прозрачността на паричната политика. При такова изобилие от възможности икономическите агенти трудно биха могли да предвидят конкретното изражение на действията на Централната банка. Също така голяма част от инструментите се свързват с даден лихвен процент, като този микс от лихвени проценти на Централната банка влияе съвместно върху лихвените проценти в цялата система.

В четвърта точка се изяснява валутната политика на КЦБ. Валутната политика на централната банка се свързва с регулирането и контрола на валутния курс и валутния обмен (Трифенова, 2006). В дисертационния труд е изяснена същността на валутнокурсните режими, а също и класификацията на валутнокурсните режими и подход на де юре валутнокурсната класификация и подход на де факто валутнокурсната класификация. Определени са етапите в развитието на валутнокурсния режим на Китай, а именно:

- Зараждане на конкурентен валутен пазар (1980 – 1993 г.);
- Повторно централизиране на валутния пазар (1994 – 1997 г.);
- Азиатската финансова криза и преминаването към де факто фиксиран валутен курс (1997 – 2005 г.);
- Фактическо преминаване в Китай към управлявано-плаващ валутен курс (2005 – 2008 г.);
- Стабилизиране на валутния курс в условията на финансова криза (2008 – 2010 г.);
- Повторно преминаване към управлявано-плаващ валутен курс (2010 г. – сега):
 - Първи етап на преминаване към управлявано – плаващ валутен курс (2010 – 2015 г.);
 - Промяна във формирането на валутния курс и въвеждането на индекса CFETS (2015 г. – сега).

Тъй като КЦБ полага значителни усилия в посока международното използване на ренминби са изяснени и политиките на Централната банка в тази насока. По-конкретно става дума за:

- Офшорен и оншорен пазар на ренминби;
- Суапови договорености;
- Инвеститорски схеми;
- Зони за свободна търговия;
- Връзки на континенталните финансови пазари с финансовите пазари в Хонконг;
- Финансови инструменти, деноминирани в ренминби.

ГЛАВА II: ПАРИЧНА И ВАЛУТНА ПОЛИТИКА – ТРАНСМИСИЯ, ВРЪЗКА И ПОТЕНЦИАЛНИ ЕФЕКТИ

Първа точка от Глава II се занимава с въпроса за трансмисионния механизъм на паричната политика и по-конкретно с прегледа на литературните източници по въпроса за проявленията на трансмисионния механизъм в Китай.

На първо място е разгледан каналът на лихвените проценти. От представения преглед на литературата се налага изводът, че този канал по-скоро не е основният канал на трансмисия на паричната политика в Китай. Общо заключение на повечето емпирични изследвания е, че каналът на лихвените проценти търпи промени в своето действие. Това е напълно очаквано предвид на реформите, свързани с таваните и подовете на лихвените проценти. Тяхното премахване трудно веднага ще се отрази на канала на лихвените проценти. По-скоро би следвало да има преходен период и в тази връзка да се наблюдават промени в действието на канала.

Обърнато е внимание и на канала на банковия заем. Разгледаната литература, свързана с канала на банковия заем в Китай, показва, че той се допълва, а може би и измества от канал на сенчестия заем. Същевременно има доказателства за намаляващата роля на канала на банковия заем. Потенциална причина за това може да се потърси в либерализацията на лихвените проценти и последващото развитие на финансовата система.

По-нататък се спирам на каналите на цената на капиталовите активи. В литературата най-общо са известни два такива канала – q теорията на Тобин и ефектът на богатството. В изследването на Sun et al. (2010) се намират доказателства и за ограничено влияние на канала цената на капиталовите активи. Друго изследване – това на Li et al. (2021), определя канала на цената на активите като трети по мощност от общата трансмисия на политиката на КЦБ. Средният ефект за изследвания от авторите период на този канал е 20%.

Прегледаната литература сочи, че каналът на валутния курс също има своите проявления в китайската икономика, но наличието на два пазара на ренминби усложнява проявлението му.

Систематизирани са и изследвания, които обръщат внимание и на други, по-малко разглеждани канали на паричната политика.

Във **втора точка** са систематизирани литературни източници, които изследват какви са ефектите от паричната политика на КЦБ.

На първо място са разгледани ефектите върху лихвените проценти. Въпреки либерализацията на лихвените проценти, КЦБ продължава да обявява своя бенчмарков лихвен процент известно време след премахването му. На база този процент преди либерализацията се определяха таваните е подовете на лихвените проценти по кредитите.

Интерес пред изследователите представлява как бенчмарковият лихвен процент се отразява върху лихвените проценти на банковата система и как процесът на либерализацията и нейното приключване оказват ефект. Емпиричните доказателства в тази насока обаче са разнопосочни. Изследванията, които се фокусират върху ефекта на бенчмарковите лихвени проценти върху пазарните такива след либерализацията, не достигат до единно заключение.

Друга група литературни източници се занимават с ефекта на лихвените проценти на междубанковите пазари. В Китай са налице два пазара на репо операции, като КЦБ оперира единствено на междубанковия, но не и на борсовия. Ето защо за редица изследователи представляват интерес връзките между тези два пазара и спредовете на лихвените проценти помежду им. До този момент не са открити доказателства, че операциите на открития пазар имат отношение върху спреда между борсовия и междубанковия пазар на репо инструменти (Porter и Xu, 2009; Xu, 2021, 2018).

Следваща група изследвания се фокусират върху ефекта на лихвените проценти върху доходността на облигациите. До този момент не могат да се направят ясни заключения относно ефекта на таргетирания от КЦБ лихвен процент и доходността по ДЦК. Емпиричните данни по-скоро говорят за връзки между други лихвени проценти и волатилността на ДЦК. За да се изясни връзката се намесват и други фактори, като независимостта на паричната политика и очакванията на пазарните участници.

Относно наблюдаваните до този момент ефекти върху капиталовия пазар, се говори за асиметрични ефекти. До такива заключения стигат автори, разглеждащи, както период, включващ кризата от 2015 г., така и такива, които се абстрахират от него. Това би означавало, че Централната банка би изпитвала трудности в случай на нужда за справяне с ценови балони на капиталовите пазари. Със сигурност следва да се предприемат мерки от страна на Централната банка, които да противодействат или поне да намалят тази асиметричност.

Разгледани са и няколко съвременни изследвания, които дават доказателства за възможността на КЦБ да поддържа ценовото равнище и да влияе върху съвкупния доход.

Съществуват и емпирични доказателства, които сочат, че ефектът върху цените и съвкупния доход варира през различните години.

Представени са и изследвания, които говорят за асиметричен ефект върху пазара на недвижими имоти според региона. В западните и южните части на страната паричната политика оказва по-малко влияние. В същото време най-силно влияние се наблюдава в най-големите китайски градове и източните райони на страната паричната политика оказва значително по-голям ефект.

Освен върху вече изброените аспекти на икономиката на Китай, паричната политика оказва и ефекти върху други сфери. Разгледани са изследвания, които сочат за асиметричен ефект от паричната политика върху пазара на криптовалути. Също така паричната политика се отразява върху ефективността на банковата система, риска при частното финансиране и има ефект върху ликвидността на предприятията.

В точка 3 от Глава Втора на дисертационния труд е разгледана връзката между паричната и валутната политика. Обърнато е внимание на трилемата на Мъндел-Флеминг и на компенсаторната теза, като нейн антипод. Представени са емпирични изследвания, които изследват въпроса за връзката между парична и валутна политика в Китай. Тези, които се фокусират върху компенсаторната теза, са лимитиран брой, като според тях има доказателства за наличие на компенсаторната теза в Китай. (Huiqing Li et al., 2021) обобщават значителна част от по-важните емпирични изследвания, които обхващат и Китай и търсят доказателства за наличието на трилемата на Мъндел-Флеминг в китайската икономика. Резултатите от тези проучвания обаче не успяват да достигнат до единно заключение. Разгледана е и литература, която противопоставя двете теории, които по-скоро говорят за наличието на компенсаторната теза, а не на трилемата на Мъндел-Флеминг.

В точка 4 от Глава Втора на дисертационния труд са представени емпирични изследвания, които се фокусират върху връзката между валутен курс и икономическото развитие на Китай.

Според някои автори (Yuа и Lu, 2010) съществуват емпирични доказателства, че в краткосрочен период търговският баланс на Китай оказва влияние върху реалния ефективен курс на страната, докато обратната зависимост не се наблюдава. По отношение на износа не е открита връзка между промяната на валутния курс спрямо долара и валутния курс спрямо дадения търговски партньор и обема на вноса от този партньор. Причината за това би могла да се крие в ниската еластичност на търсенето на местните лица към вносните стоки. Според Ren, Yuan и Zhao (2018), ефективният

валутен курс на ренминби оказва своето влияние върху текущата сметка. Авторите изследват и съвкупния ефект върху капиталовата и финансовата сметка. Според заключенията има налична каузална връзка от реалния ефективен валутен курс към капиталовата и финансовата сметка но при ниво на значимост от 0,1 – тоест ако към този модел беше приложено нивото на значимост от 0,05, което авторите прилагат и при другите модели в изследването си, хипотезата би следвало да се отхвърли.

Въпросът доколко местните цени реагират на промяната във валутния курс, е от голям интерес за редица изследователи. Емпиричните проучвания често се спират на различни видове ценово пренасяне в зависимост от това дали се изследва изменението на производствените, потребителските или цените на вносните стоки. Разглеждането на различните валутни шокове като определящи за коефициента на ценово пренасяне на валутния курс е един по-нов подход в тази тематика. Определено тези изследвания са интересни и биха могли да дадат насока защо коефициентът на ценово пренасяне варира през различните периоди. В литературата все още няма еднозначен отговор на въпроса защо различните валутни шокове биха се асоциирали с различни коефициенти на ценово пренасяне.

Най-общо емпиричните изследвания говорят за връзка между валутния курс и инфлацията в Китай. С понижаването на валутния курс, инфлацията в страната се повишава.

Що се отнася до ефектите на валутния курс на ренминби и отражението му върху лихвените проценти в Китай, литературата е изключително оскъдна. Сред релевантната литература е изследване на Si, Li и Ge (2020), които наблюдават връзка между валутния курс или лихвените диференциали между пазара в Китай и САЩ. Тази връзка обаче не е постоянна във времето, а също и по отношение дали става дума за краткосрочна или дългосрочна зависимост между изследваните величини.

В литературата не съществува единно заключение каква е връзката между валутния курс и преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ). Съществуват изследвания, които се фокусират върху влиянието на валутния курс върху външните преки чуждестранни инвестиции на Китай в други държави. Заключенията от тях не са единодушни. На първо място, Liu и Deseatnicov (2016), считат, че поскъпването на валутата води до повишаване на външните преки чуждестранни инвестиции на Китай. В противовес на тези заключения, Li и Rengifo (2018) считат, че поскъпването на валутата води до повишаване на външните преки чуждестранни инвестиции на Китай. Съществуват доказателства и за наличието на дългосрочна връзка между валутен курс и

входящите потоци ПЧИ, но не и за краткосрочна такава (Lee and Brahmairene, 2020). Според Khandare (2016) може да се говори за намаляващи нетни преки чуждестранни инвестиции в условията на обезценка на валутния курс. Следва да се отбележи, че Khandare (2016) използва линеен регресионен модел. Предвид, че реализирането на преки чуждестранни инвестиции изисква време въвеждането на лагови стойности на изследваните величини изглежда по-разумен подход.

Налице е дебат относно практическото влияние на валутния курс върху националния доход и икономическия растеж. Обикновено надцененият валутен курс се свързва с негативни ефекти за икономическото развитие, произлизащи от дефицит по текущата сметка и нестабилност на платежния баланс (Yan et al., 2016). По отношение на Китай емпиричните доказателства за връзката между валутен курс и икономическия растеж са разнопосочни. Според Tang (2015) не би могло да се заключи, че поевтиняването на ренминби оказва влияние върху икономическия растеж на страната. Авторът не наблюдава връзка между валутен курс и растеж нито в кратък, нито в дълъг период. Същевременно промяната във валутни-курсoвия режим от 2005 г. е оказала благоприятно влияние върху растежа, въпреки че не се е отразила на нивата на реалния ефективен валутен курс на Китай.

Съществуват и емпирични доказателства в подкрепа на твърдението, че обезценяването на валутния курс на Китай е вследствие на ефекта на Баласа-Самюелсън. Според Imai (2018) поевтиняването на валутния курс в периода 2005-2015 г. е практическо проявление на ефекта и е свързано с наличието на силен икономически растеж особено в сравнение със САЩ през същия период.

Поради различните икономически условия в провинциите на Китай, Yan *et al.*, (2016) счита, че следва да се изследва влиянието на валутния курс на регионално ниво. Според резултатите на авторите, поевтиняването на реалния ефективен валутен курс се отразява положително на вътрешните провинции, но има негативен ефект върху крайбрежните региони. Общото заключение на авторите е, че общият ефект на обезценката на номиналния валутен курс е положителна.

Като цяло в дисертационния труд е направен подробен литературен преглед и сравнителен и критичен анализ на чуждестранните източници, свързани пряко с политиката на КЦБ и китайската икономика. Резултатите от този анализ могат да се обобщят в следните направления: Първо, извеждане на изводи от проучването на емпиричните изследвания относно трансмисията на паричната политика и в т.ч. канала на лихвените проценти, канала на банковия заем, канала на цената на капиталовите

активи, канала на валутния курс, както и на изследвания, които се занимават с нетрадиционни трансмисионни канали, като канала на поемането на риск и канала на сенчестия заем. Второ, формулиране на обобщения относно ефектите от паричната политика върху макроикономиката на Китай, като в частност, ефектите върху лихвените проценти. Това е един много интересен въпрос, но пред неговото емпирично проучване стоят два основни проблема. На първо място, това е фактът, че до 2015 г. в Китай са налице административни инструменти за влияние върху банковите лихвени проценти (тавани и подове), и на второ място – липсата на кохерентна статистика относно лихвите по депозитите и кредитите. Изследванията, които се фокусират върху ефекта на бенчмарковите лихвени проценти върху пазарните такива след либерализацията, не достигат до единно заключение. Относно влиянието на лихвените проценти по репо операциите на КЦБ, съществуващата специализирана финансова литература до този момент не намира връзка между тях и лихвените проценти по репо операциите на борсовия пазар. Трето, извеждане на изводи относно ефектите от паричната политика върху капиталовите пазари. Направено е обобщението, че до този момент в специализираната литература е налице единодушие, че се налице асиметрични ефекти. По същество това означава, че Централната банка би изпитвала трудности в случай на нужда за справяне с ценови балони на капиталовите пазари. Въз основа на приложения критичен анализ се установява, че със сигурност следва да се предприемат мерки от страна на Китайската централна банка, които да противодействат или поне да намалят тази асиметричност. Четвърто, формулиране на обобщения относно възможността на КЦБ да поддържа ценовото равнище и да влияе върху съвкупния доход в икономиката. На базата на проведенния анализ са установени и изведени емпирични доказателства, които сочат, че ефектът върху цените и съвкупния доход в китайската икономика варира през различните години. Пето, извеждане на изводи относно ефектите от паричната политика на Китай върху пазара на недвижими имоти, като този, че повечето емпирични изследвания говорят за възможност на КЦБ да влияе на този пазар.

ГЛАВА III : ИНСТРУМЕНТИ НА КЦБ – СТРУКТУРА, ДИНАМИКА И ЕФЕКТИ

В **точка първа** от Глава Трета е изследвано как КЦБ използва различните инструменти на паричната си политика в динамика и структура. Анализира се поведението на всеки един от инструментите на КЦБ в периода 2010-2021 г. Данните за

целта са акумулирани от официалните източници на КЦБ, като са направени и някои авторови изчисления при обобщаването и представянето им.

На първо място е обърнато внимание на операциите на открития пазар. В състава им влизат репо операциите, депозитите на Централната банка, облигациите на Централната банка и суаповете по облигации на Централната банка, като е разгледан всеки един компонент по отделно.

Основна съставна част на операциите на открития пазар на КЦБ са репо операциите. Общият оборот на извършените репо операции нараства бурно през последните години – над 13 пъти за 10 годишния период между 2010 г. и 2020 г. и близо 15 пъти за периода 2010-2021 г. Най-голям ръст на годишна база се наблюдава през 2015 г. от 86%, който би могъл логически да се свърже с турбуленциите на китайските борси през 2015 г. и 2016 г.

Важно е да се проследи и относителният дял на операциите на КЦБ спрямо всички репо операции на междубанковия пазар. Видна е една нестабилна структура на междубанковия пазар на репо операциите. Налични са силните пикове в репо операциите на Централната банка през 2006 г. и през периода 2011-2014 г. През тези периоди операциите на Централната банка имат доминиращо значение за междубанковия пазар на репо операциите. Като се вземе предвид, че оборотът на междубанковия пазар през тези периоди значително надвишава този на борсовия пазар, може да се каже, че дялът на операциите на КЦБ е водещ за общия репо пазар.

Обърнато е внимание и на нетния ефект от репо операциите. Обобщаването е направено на тримесечна база, а не на месечна. По този начин би могло по ясно-да се проследи кумулативният нетен ефект за дадения период, тъй като съществуват месеци в които репо операции не са извършвани. КЦБ използва репо операциите с основната идея да изтегля ликвидност от пазарите. Изключение прави втората половина на 2012 г. Голям скок във вливането на ликвидност чрез репо операциите е обвързан с кризата на фондовите пазари в Китай и Азия от 2015-2016 г. Следващите пикове са във връзка със здравната криза от COVID19.

Анализът на честотата на използването на репо операциите говори, че институцията вече се обръща редовно към репо операциите. Ако през 2010 г. репо операциите се използват по-скоро спорадично, то през 2021 г. вече са ежедневна практика за Китайската централна банка. Чрез такива ежедневни операции, но в по-ниски обеми централната институция има възможност бързо и навременно да отговаря на нуждите на пазара. Същевременно, при евентуална нужда от по-значителна намеса

операциите не са изненадващи, а напротив – част от регулярните действия на институцията.

Друг съществен поглед върху репо операциите е анализът на промените в техния матуритет. Наблюдава се все по-намаляващата нужда от дългосрочни репо операции. КЦБ има възможност да достигне до целите си за лихвените проценти, използвайки по-чести и по-краткосрочни репо операции, което и дава гъвкав хоризонт на действие. Предвид ясно очертаната тенденция от 2015 г. насам би могло да се изрази предположението, че в бъдеще институцията ще премине изцяло единствено към 7-дневните репо операции. Нуждата от по-дългосрочна ликвидност ще бъде адресирана чрез други инструменти на паричната политика, свързани с неконвенционалните инструменти на паричната политика, а когато става дума за наистина голяма и постоянна по своя характер нужда – и минималните задължителни резерви.

Като втори елемент на операциите на открития пазар е представен краткосрочният инструмент за ликвидност, който за кратко е част от микса на операциите на открития пазар, който КЦБ използва, но няма водеща роля. Инструментът е обявен за пръв път през 2013 г., като целта му е да предостави възможност за менажиране на овърнайт междубанковите лихвени проценти. През 2016 г. инструментът се използва за последно. Инструментът се явява като възможност за предоставяне на по-краткосрочна ликвидност от репо операциите и допълва по-дългите матуритети, които КЦБ използва по своите класически репо транзакции. Съпоставен и с обемите на класическите репо операции, става ясно, че SLO инструмента има второстепенен характер и не е основен източник на политиката на КЦБ през периода.

Третият елемент от операциите на открития пазар са депозитите на Централната банка. Те дават възможност за предоставяне на по-дългосрочна ликвидност от репо операциите. Динамиката им може условно да се раздели на четири етапа. На първо място, между 2010 г. и 2012 г. е налице постепенно покачване в салдото на депозитите до достигането му на пик през втората половина на 2012 г. Увеличаването на сумата на депозитите през 2011 г. и 2012 г. е в унисон и на увеличаването на нетната позиция по репо операциите. Между 2013 г. и 2017 г. се наблюдават сериозни колебания в месечното ниво на салдото, но общата тенденция е за много плавното му намаляване, до достигане на нулева стойност за януари 2017. От този момент до септември 2018 г. е налице трети етап и ново покачване до пиковата стойност през август 2018 г. Четвъртият, заключителен етап се характеризира с ново намаляване на салдото и установяването му на по-ниски нива – от 50-70 млрд. юана.

От динамиката на салдото по депозитите на Централната банка правят впечатление няколко неща. На първо място, сумата на салдото на депозитите е в пъти по-малка от оборота на репо операциите. Това говори, че този инструмент е още едно допълнение, което институцията използва като допълнение към своите репо операции. На второ място, прави впечатление, че инструментът почти не се използва в контекста на здравната криза от COVID19. Това е още едно доказателство, че институцията успява да се справи с възникващи ликвидни проблеми използвайки основно репо операциите.

Анализът на данните показва, че обемът на салдото по депозитите на Централната банка е в рамките на около 0,04% до около 0,004% спрямо обема на всички депозити на небанковата публика, включени в широките пари. Тъй като депозитите на Централната банка са срочни, по-ясна картина бихме получили, ако ги сравним със срочните депозити на небанковата публика. КЦБ обаче не предоставя разбивка на депозитите на домакинствата. Единствено има данни за обема на салдата на срочните депозити и депозитите до поискване на корпоративните клиенти на банката.

Както и при репо операциите, така и тук става ясно, че през годините се наблюдава тенденция за използване на инструменти с по-кратки матуритети.

Може да се предположи, че в следващите години КЦБ ще продължи да поддържа нивата на депозитите си в търговските банки ниски, като при възможност ще използва краткосрочни матуритети. Предвид активното използване на репо операциите като основен източник на краткосрочна ликвидност към банките и ако се приеме, че КЦБ ще се основава на пазарните принципи при интервенциите си на междубанковите пазари, може да се предположи, че, в обозримо бъдеще и при нормални условия на пазарите, депозитите на Централната банка ще отпаднат от нейния инструментариум.

Четвъртият елемент от операциите на открития пазар са облигациите на Централната банка. Това е инструмент, който КЦБ активно използва преди 2010 г. За пълнота на изложението е представена тяхната динамика след 2010 г., въпреки че след 2013 г. инструментът спира да се използва.

Последният елемент на операциите на открития пазар са суаповете с облигациите на Централната банка. Може да се предположи, че през следващите периоди нивото на суаповете с облигациите на Централната банка ще продължи да се движи около 5 млрд., при сходни икономически условия.

На база направения анализ на елементите на операциите на открития пазар биха могли да се изведат някои изводи. На първо място, налице е разнообразие на използваните инструменти от този вид в периода 2010-2021 г. През периода някои

инструменти спират да се използват, като на тяхно място се появяват други. През годините се забелязват и промени в структурното отношение на използваните видове операции на открития пазар по срочност. На второ място, със сигурност може да се твърди, че репо операциите са основният вид операции на открития пазар, който КЦБ използва, докато останалите елементи имат по-скоро съпътстващо значение. На трето място, може да се заключи, че е налице ясно очертана тенденцията за намаляване на матуритетите при инструментите, при които има разделение по срочност.

Като следващ инструмент на КЦБ са разгледани минималните задължителни резерви. От началото на 2010 г. до юли 2011 г. КЦБ предприема множество промени в нивата на минималните задължителни резерви с цел да намали ликвидността в системата. От ноември 2010 г. до юли 2011 г. институцията променя коефициента ежемесечно. От една страна, по този начин коефициентът се променя поетапно с по-малки изменения, което дава възможност на финансовите институции бързо да се приспособят към по-малката процентна промяна. От друга страна, процентът на минималните задължителни резерви е изключително важен за доброто и оптимално бизнес планиране на институциите. В условията на непрекъснати промени планирането за бъдещи периоди става значително по-трудно. От 2012 г., с повишаването на нуждата от ликвидност, КЦБ започва поетапно намаляване на минималните си задължителни резерви. Този процес е много по-плавен от предходното им покачване и е съпроводен от големи периоди без промени в коефициента. По повод възникналите затруднения пред икономиката във връзка със здравната криза от COVID19, не се забелязва КЦБ да се обръща към минималните задължителни резерви. Със сигурност минималните задължителни резерви са и ще продължават да бъдат от предпочитаните средства за влияние върху банковата система от КЦБ. Вероятно обаче при достигането на едно оптимално тяхно ниво и при нормална пазарна ситуация, КЦБ би се въздържала от честото им използване.

Разгледани са и неконвенционалните инструменти на паричната политика на КЦБ. В това число на първо място е обърнато внимание на Постоянното кредитно улеснение (Standing Lending Facility, SLF). Инструментът започва да се използва през 2015 г. През тази година КЦБ не предоставя данни за използваните обеми ежемесечно, а ги обобщава на няколко пъти. През м. януари 2016 г. са използвани по-големи обеми от постоянното кредитно улеснение. Причината за този пик би могла да се потърси в първоначалната по-силна нужда от използването на инструмента в съответствие с нестабилността на финансовата система през 2015-2016 г. В състава на новите обеми от постоянното кредитно улеснение влизат основно овърнайт и едноседмични

инструменти, докато дялът на едномесечните инструменти е незначителен. Нуждата от използването именно на овърнайт инструменти кореспондира с проблемите в краткосрочната ликвидност на финансовите институции, породени от борсовите спадове. Между 2016 г. и 2020 г. се забелязва постепенна промяна в структурата на постоянното кредитно улеснение. Едномесечните инструменти постепенно увеличават своя обем и от най-малък дял през 2016 г. имат водещо значение през 2020 г. От своя страна овърнайт инструментите са най-широко използвани през 2016 г., като през следващите три години дялът им е под 10% а през 2020 г. почти не се използват. През 2021 г. се забелязва драстична промяна в структурата, но тя е на фона на значителен спад в общите обеми. Въпреки това през 2021 г. единствено общият обем на седемдневните инструменти бележи ръст на годишна база, което се отразява в общата структура на инструмента.

От своя страна, средносрочното кредитно улеснение цели да предостави по-дългосрочна ликвидност от възможностите на постоянното кредитно улеснение. Макар че инструментът е обявен по-късно от постоянното кредитно улеснение, той влиза в употреба преди постоянното кредитно улеснение. Съществува нужда от използване на инструмента първоначално във връзка с последствията от финансовата криза през 2015-2016 г. През 2017 г. салдото по инструмента продължава да се разширява, но с по-бавни темпове. След юли 2016 г. КЦБ прекратява търговете за тримесечна ликвидност. Последващото намаление в обемите в голяма степен е свързано с нуждата от изход от неконвенционалните инструменти на паричната политика. Опасенията пред глобалната икономическа ситуация през 2019 г, а след това и здравната криза поради COVID 19 карат КЦБ отново да разшири използването на този инструмент, за да предостави необходимата ликвидност на финансовата система.

Тримесечният матуритет е най-късият възможен матуритет от инструмента, като първоначално (през 2014 г.) е и единственият такъв. Наблюдава се тенденция за увеличаване на матуритетите, като през 2018 г. едногодишният матуритет става единствения матуритет, който КЦБ използва за този инструмент. Вероятно е тенденцията за използването на средносрочното кредитно улеснение единствено като годишен инструмент да се запази и в бъдеще.

Като трети елемент на неконвенционалните инструменти на паричната политика е представено допълнителното кредитиране срещу залог (Pledged Supplemental Lending, PSL). Той има по-скоро съпътстваща роля спрямо другите два неконвенционални инструмента, които вече бяха разгледани. Новоемитираните инструменти са

сравнително стабилни като обем, което се изразява и в устойчивото нарастване на салдото по инструмента до 2019 г. Интерес представлява факта, че КЦБ спира емитирането на допълнително кредитиране срещу залог през пандемията от COVID19. Това е едно очаквано развитие, предвид на факта, че инструментът засяга определен сектор на икономиката. В условията на здравната криза по-скоро има нужда от използване на инструменти, които имат по широк обхват. Със спирането на ново допълнително кредитиране срещу залог, салдото по инструмента се свива.

Трудно е да се предвиди какви биха били последващите стъпки на КЦБ във връзка с този инструмент. Строителният сектор е от голяма важност за общото развитие на Китай и в тази връзка правителството се ангажира в различни големи и важни инфраструктурни проекти. Ако властите сметнат, че е удачно КЦБ да се ангажира в този процес, може да се очаква институцията да продължи да използва този инструмент и в бъдеще. Още веднъж нека да подчертаем, че това крие редица рискове.

Във **втора точка** от Глава Трета е направено иконометрично изследване на ефектите от паричното предлагане, лихвените проценти и валутния курс върху основни макроикономически показатели в Китай. Емпиричното изследване е проведено с помощта на специализиран иконометричен софтуер STATA.

Избирането на подходящи данни е от ключово значение за успешния иконометричен анализ. Що се отнася до използването на времеви редове, то е от съществена важност те да бъдат съпоставими. Времевите редове следва да бъдат едновременно съпоставими по няколко признака – по време, по място, по обхват, по мащаби, по цени и по методология на съставяне (Атанасов, 2018).

За провеждането на иконометричното изследване относно взаимовръзката на парите, лихвените проценти и основни макроикономически показатели на икономиката на Китай са използвани месечни данни за периода м. 11.2015 г. – м.12.2021 г. За начало на периода е определен моментът, в който КЦБ премахва всички ограничения по лихвените проценти по депозитите и кредитите в банковата система. Времевите редове включват 75 наблюдения, което е достатъчен обем наблюдения за провеждането на иконометрично изследване.

За провеждането на иконометричното изследване са използвани следните индикатори:

	Индикатор	Източник на данните	Промяна в първоначалните данни	Обозначение
1.	Паричен агрегат M2, млрд. юани	Национално статистическо бюро на Китай	Натурален логаритъм	lgm2
2.	Лихвен процент FR007	Национален център за междубанково финансиране	Натурален логаритъм	lgfr007
3.	Индекс на потребителските цени, 2010 = 100	Международен валутен фонд	Натурален логаритъм	lgcpi
4.	Депозити на небанковия сектор, салдо, млрд. юани	КЦБ	Натурален логаритъм	lgdepositsnonban
5.	Нови заеми, салдо, млрд. юани	КЦБ, Traiding economics	Натурален логаритъм	lgnewloans
6.	Заеми към частния сектор	КЦБ, Traiding economics	Натурален логаритъм	lgloanspsector
7.	Номинален ефективен валутен курс	Банка за международни разплащания	Натурален логаритъм	lgneer
8.	Реален ефективен валутен курс	Банка за международни разплащания	Натурален логаритъм	lgreer
9.	Индекс на цените на вноса	Национално статистическо бюро на Китай, Traiding economics	Натурален логаритъм	lgimportprices
10.	Индекс на цените на износа	Национално статистическо бюро на Китай, Traiding economics	Натурален логаритъм	lgexportprices

11.	Износ, американски долари, текущи цени	Главна митническа администрация, Trading economics	Натурален логаритъм	lgchimport
12.	Внос, американски долари, текущи цени	Главна митническа администрация, Trading economics	Натурален логаритъм	lgchexport
13.	Минимални задължителни резерви за големите депозитни институции	КЦБ	Натурален логаритъм	lgrr_large
14.	Минимални задължителни резерви за малките и средни депозитни институции	КЦБ	Натурален логаритъм	lgrr_small

Таблица 1: Използвани индикатори – означения и източници

Литературата – емпирична и теоретична, говори за връзка между паричната политика и инфлацията. Като променлива, която описва паричната политика, може да се избере паричният агрегат M2 или лихвеният процент. Инфлацията е измерена чрез индекса на потребителските цени.

Що се отнася до канала на банковия заем, изборът на променливи е продиктуван както от емпиричната литература, разгледана в Глава Втора, така и от наличните данни за банковия сектор. КЦБ предоставя данни за новите заеми и заемите към частния сектор в достатъчен обем и нужния времеви хоризонт.

Изследваните променливи във връзка с валутната политика също са продиктувани от прегледа на емпиричната литература, представен в Глава Втора, а също и трансмисионните канали, описани в същата глава. Както става ясно от представените изследвания, има данни за връзка между валутен курс, износ, внос и цени на износа и вноса, което е достатъчна причина да се насоча именно към изследването на тези показатели.

Характерът на изследването предполага проучване на връзките между парите и лихвените проценти за различни области на макроикономиката на Китай, а също и на

връзките между валутните курсове и макроикономическите променливи на Китай. Следва да се конструират различни групи иконометрични модели, които да проверят както обвързаностите между парите и лихвените проценти и дадени области на макроикономиката по отделно така и между валутния курс и макроикономическите променливи. За по-голяма яснота и последователност на дисертационния труд, областите, за които ще се конструират моделите и съответно ще бъдат избрани променливите, следват вече направеното групиране при представянето на прегледа на литературата.

За провеждането на иконометричното изследване са приложени VECM и VAR модели, които са широко използван метод за изследване на зависимости въз основа на времеви редове. **Методологията и етапите на изследването** се основават на утвърдения иконометричен подход в областта. (Adeleye, 2021; Brooks, 2019; Lütkepohl, 2005) и са както следва:

- Подготовка на данните;
- Избор на променливи, на чиято база ще се конструират модели;
- Проверка за стационарност на времевите редове;
- Проверка за наличие на коинтеграция;
- Оценка на VECM модел;
- Оценка на VAR модел;
- Диагностика на моделите;
- Тълкуване на резултата.

Изборът на модел се обуславя както на информационния критерий на Акайке, така и на успешно проведените диагностични тестове.

Проверката за стационарност е ключова стъпка в процедурата за оценка на VECM и VAR модели. На първо място, данните са представени графично. Графиките показват наличие на тенденция на развитие в изходните данни, като изключение прави единствено $lgfdi$. С преминаването към първи последователни разлики графиките показват липса на тенденция на развитие. На тази база може да се заключи, че променливите са интегрирани от първи порядък. За да се затвърди този извод е пристъпено и към статистически анализ на тази хипотеза чрез подобрения тест на Dickey–Fuller, която потвърждава заключението, че променливите са интегрирани от първи порядък.

Представени са приложените модели, като те са подредени според ефектите, които изследват.

Съставените VECM модели имат следния обобщен вид¹, като конкретните уравнения са представени подробно в дисертацията за всеки от моделите:

$$\begin{aligned}\Delta x1_t &= \sigma + \sum_{i=1}^{k-1} \beta_i \Delta x1_{t-i} + \sum_{j=1}^{k-1} \phi_j \Delta x2_{t-j} + \dots + \sum_{n=1}^{k-1} \delta_n \Delta x3_{t-n} + \lambda_1 ECT_{t-1} + u_{1t} \\ \Delta x2_t &= \alpha + \sum_{i=1}^{k-1} \beta_i \Delta x1_{t-i} + \sum_{j=1}^{k-1} \phi_j \Delta x2_{t-j} + \dots + \sum_{n=1}^{k-1} \delta_n \Delta x3_{t-n} + \lambda_2 ECT_{t-1} + u_{2t} \\ \Delta x3_t &= \zeta + \sum_{i=1}^{k-1} \beta_i \Delta x1_{t-i} + \sum_{j=1}^{k-1} \phi_j \Delta x2_{t-j} + \dots + \sum_{n=1}^{k-1} \delta_n \Delta x3_{t-n} + \lambda_3 ECT_{t-1} + u_{3t}\end{aligned}$$

Където:

$x1, x2$ и $x3$ – избраните променливи

ECT – е членът за коригиране на грешката и има следната обобщена форма:

$$ECT_{t-1} = [y_{t-1} - \eta_j \chi_{t-1} - \xi_m R_{t-1}]$$

В случай на липса на коинтеграция са съставени VAR модели, които имат следния обобщен вид:

$$\begin{aligned}\Delta x1_t &= \sigma + \sum_{i=1}^{k-1} \beta_i \Delta x1_{t-i} + \sum_{j=1}^{k-1} \phi_j \Delta x2_{t-j} + \dots + \sum_{n=1}^{k-1} \delta_n \Delta x3_{t-n} + u_{1t} \\ \Delta x2_t &= \alpha + \sum_{i=1}^{k-1} \beta_i \Delta x1_{t-i} + \sum_{j=1}^{k-1} \phi_j \Delta x2_{t-j} + \dots + \sum_{n=1}^{k-1} \delta_n \Delta x3_{t-n} + u_{2t} \\ \Delta x3_t &= \zeta + \sum_{i=1}^{k-1} \beta_i \Delta x1_{t-i} + \sum_{j=1}^{k-1} \phi_j \Delta x2_{t-j} + \dots + \sum_{n=1}^{k-1} \delta_n \Delta x3_{t-n} + u_{3t}\end{aligned}$$

Като първа група от модели са представени модели, които целят да открият ефекта от паричното предлагане и лихвените проценти върху банковата система. Както беше споменато, до 2018 г. КЦБ таргетира директно паричния агрегат M2, а след това има индикации за преход към таргетиране на инфлацията, като оперативната цел е лихвен процент. Ето защо, за да се провери как се отразява паричната политика на банковата система се съставят модели, включващи паричния агрегат M2 и лихвения процент FR007.

За оценката на влиянието на паричния агрегат M2 (lgm2) върху банковата система са съставени модели, които вземат предвид индикаторите Нови заеми (lgnewloans), Заеми към частния сектор (lgloanspsector), минимални задължителни резерви за малките и средни банки (lgrr_small) и минимални задължителни резерви за големите банки (lgrr_large). От разработените модели са избрани два модела като най-добри и които следва да се разгледат:

¹ Уравненията са съставени на база (Adeleye, 2021)

Променливи	Лагова стойност	Информационен критерий на Акайке (AIC)
Lgloanspsector lgrr_large lgrr_small lgm2	12	-28,16035
lgnewloans lgrr_large lgrr_small lgm2	12	-27,38036

Таблица 2: Влияние на паричния агрегат M2 върху банковата система – избрани иконометрични модели

Източник: *Автори изчисления*

- Взаимодействие между паричния агрегат M2 и заемите към частния сектор

Очаквано е промяната на паричното предлагане чрез депозитния мултипликатор да се отрази на възможностите на банките да отпускат кредити. Тези възможности са ограничени от минималните задължителни резерви.

Направена е проверка за наличие на коинтеграция на времевите редове и е съставен VECM модел.

ЕСТ за конкретния модел има следният вид:

$$EST_{t-1} = [1,000lgloanspsector_{t-1} + 4091,532lgrrlarge_{t-1} - 3563,176lgrr_small_{t-1} - 47,45786lgm2_{t-1} - 1268,263]$$

Всеки от коефициентите в уравнението е статистически значим спрямо приетия риск за грешка $\alpha = 0,05$. На тази база коефициентите могат да се тълкуват.

На база така конструирания модел може да се достигне до извода, че КЦБ може да влияе върху заемите към частния сектор посредством промени в паричното предлагане и минималните задължителни резерви в дългосрочен план. Краткосрочен ефект може да се постигне единствено чрез промени в паричното предлагане. Като цяло резултатите от диагностичните тестове на модела са благоприятни.

- Взаимодействие между паричния агрегат M2 и новите заеми

За провеждането на по-конкретен анализ относно ефекта от M2 може да се разгледа в частност как паричния агрегат се отразява върху новите заеми.

Проверката за наличие на коинтеграция показва, че времевите редове са коинтегрирани. Съставен е VECM модел.

ЕСТ за конкретния модел има следният вид:

$$EST_{t-1} = [1,000lgloanspsector_{t-1} + 883,1331lgrrlarge_{t-1} - 767,9307lgrr_small_{t-1} - 9,563279lgm2_{t-1} - 288,6486]$$

Всеки от коефициентите в уравнението е статистически значим спрямо приетия риск за грешка $\alpha = 0,05$. На тази база коефициентите могат да се тълкуват. От така конструирания модел се достига до извода, че посредством паричното предлагане КЦБ може да оказва както дългосрочно така и краткосрочно влияние върху новите заеми. Влиянието се проявява още след един месец, което говори за възможност за постигането на желани бързи ефекти от страна на Централната банка посредством паричното предлагане, но не и посредством ставката за минималните задължителни резерви, където ефекта е дългосрочен. Проведеният тест за проверка за наличие на автокорелация в остатъците показва липса на автокорелация в остатъците за липса на такава. Моделът е стабилен, но не отговаря на изискванията за нормално разпределение. В тази връзка резултатите трябва да се вземат предвид с известна предпазливост.

За оценката на влиянието на лихвения процент fr007 (lgfr007) върху банковата система са съставени няколко модела, които вземат предвид индикаторите Депозити на небанковия сектор (lgdepositsnonban), Нови заеми (lgnewloans), Заеми към частния сектор (lgloanspsector), Минимални задължителни резерви за малките и средни банки (lgrr_small) и Минимални задължителни резерви за големите банки (lgrr_large). От разработените модели са избрани два модела като най-добри и които следва да се разтълкуват.

Променливи	Лагова стойност	Информационен критерий на Акайке (AIC)
Lgloanspsector lgdepositsnonban lgfr007 lgrr_large lgrr_small	11	-31,70681
lgnewloans lgdepositsnonban lgfr007 lgrr_large lgrr_small	11	-32,41446

Таблица 3: Влияние на лихвения процент FR007 върху банковата система – избрани иконометрични модели

Източник: *Авторови изчисления*

- Взаимодействие между лихвения процент FR007, депозитите на небанковия сектор и заемите към частния сектор

Като израз на паричната политика тук се използва лихвеният процент по репо операциите FR007. Обемът на заеми, които банките могат да предоставят, са ограничени

от ставката на минималните задължителни резерви. От друга страна, депозитите на домакинствата са основен източник на средства за банките, от които те могат да отпускат кредити. Повишаването на лихвения процент по репо операциите FR007 се очаква да окаже влияние и върху банковите лихвени проценти, които от своя страна ще се отразят на кредитния и депозитния процес.

Проверката за наличие на коинтеграция показва, че времевите редове са коинтегрирани. Съставен е VECM модел с 11 лага.

ЕСТ за конкретния модел има следният вид:

$$EST_{t-1} = [1,000lgloanspsector_{t-1} + 1,921776lgdepositsnonban_{t-1} - 126,4374lgrrlarge_{t-1} + 117,6394lgrsmall_{t-1} - 7,293472lgrfr007_{t-1} + 17,66256]$$

Всеки от коефициентите в уравнението е статистически значим спрямо приетия риск за грешка $\alpha = 0,05$.

С оглед конструирания иконометричен модел може да се достигне до извода, че КЦБ може да оказва влияние върху общото ниво на заемите и депозитите единствено в дългосрочен план посредством лихвения процент по репо операциите и минималните задължителни резерви. В кратък период обаче институцията няма възможност да влияе нито върху заемите и депозитите нито чрез лихвения процент по репо операциите нито чрез минималните задължителни резерви.

Резултатите от диагностичните тестове показват липса на автокорелация в остатъците и стабилност на модела и наличие на нормално разпределение в модела, тоест резултатите са благоприятни.

- Взаимодействие между лихвения процент FR007, депозитите на небанковия сектор и новите заеми

Проверката за наличие на коинтеграция показва, че времевите редове са коинтегрирани. На тази база е конструиран VECM модел.

ЕСТ за конкретния модел има следната форма:

$$EST_{t-1} = [1,000lgnewloans_{t-1} - 20,8147lgdepositsnonban_{t-1} + 1459,963lgrrlarge_{t-1} - 1287,596lgrsmall_{t-1} + 17,61181lgrfr007_{t-1} - 435,069]$$

Спрямо приетия риск за грешка $\alpha = 0,05$ статистически значими са всички коефициенти в уравнението. Съгласно така конструирания иконометричен модел може да се заключи, че посредством лихвения процент по репо операциите, КЦБ няма възможност да влияе на новите заеми в краткосрочен план, а единствено в дългосрочен.

Върху новите заеми институцията би могла да въздейства посредством ставката на минималните задължителни резерви, която ще произведе ефект след 4 месеца.

Резултатите от проведените диагностични тестове са благоприятни, като липсва автокорелация в остатъците, цялостно в модела има наличие на нормално разпределение и отговаря на условията за стабилност.

Втората група модели се занимават с влиянието на паричното предлагане и лихвените проценти върху инфлацията. Както стана ясно, поддържането на стабилна инфлация е сред приоритетите на КЦБ. Ето защо следва да се провери как непосредствените цели на паричната политика се отразяват на инфлацията. Както в предходната точка, така и тук са конструирани модели, които включват в себе си или паричния агрегат M2 или лихвения процент по репо операциите FR007.

- Влияние на паричния агрегат M2

За оценката на влиянието на паричния агрегат M2 (l_{gm2}) върху инфлацията са съставени няколко модела, като е избран най-добрият от тях съгласно информационния критерий на Акайке. Като измерител на инфлацията е избран индексът на потребителските цени (l_{gcrp}). В модела са взети предвид индикаторите Индекс на цените на вноса – $l_{gimportprices}$ и реалния ефективен валутен курс – l_{greer} .

Променливи	Лагова стойност	Информационен критерий на Акайке (AIC)
l_{gcrp} $l_{gimportprices}$ l_{greer} l_{gm2}	12	-28,02473

Таблица 4: Влияние на паричния агрегат M2 върху инфлацията – избрани иконометрични модели

Източник: *Авторови изчисления*

Върху инфлацията освен вътрешни за икономиката фактори като паричното предлагане, оказват влияние и външни фактори. Това е особено вярно за икономики, за които външната търговия има голяма тежест, какъвто е случаят на Китай. Затова освен паричното предлагане следва да се проверят и връзките с индекса на цените на вносните стоки ($l_{gimportprices}$) и реалния ефективен валутен курс (l_{greer}). И двата индикатора могат пряко да се отразят върху ценовото равнище вътре в икономиката на Китай. Проверката за наличие на коинтеграция показва, че времевите редове са коинтегрирани. Съставен е VECM модел, като ECT за конкретния модел има следният вид:

$$ECT_{t-1} = [1,000]l_{gcrp_{t-1}} - 0,0359008l_{gimportprices_{t-1}} + 3565746l_{greer_{t-1}} - 0,28667l_{gm2_{t-1}} - 2,171581]$$

От получените коефициенти единствено този пред $lgimportprices$ не е статистически значим спрямо приетия риск за грешка.

Индексът на потребителските цени – $lgcpi$ е определена като зависима променлива в уравнението. Моделът показва, че в дългосрочен план реалният ефективен валутен курс – $lgreer$ има отрицателно влияние върху инфлацията. Също в дългосрочен план паричното предлагане – $lgm2$ има положително влияние върху инфлацията, което е един очакван ефект. В краткосрочен план паричното предлагане има непосредствен положителен ефект върху инфлацията. Цените на вносните стоки от своя страна се отразяват след два и три месеца с отрицателен знак. Ефектът от реалния ефективен валутен курс е негативен след един и два лага. На база съставения модел може да се твърди, че чрез паричното предлагане централната банка има възможност да влияе върху инфлацията. Тъй като в Китай става дума за управлявано плаващ валутен курс, ако Централната банка реши да повлияе върху него би могла и по този начин да постигне ефект върху инфлацията. Липсва автокорелация в остатъците и моделът отговаря на условията на стабилност, но не е налице нормално разпределение за модела.

- Влияние на лихвения процент FR007

За да се оцени какво е влиянието на лихвения процент FR007 върху инфлацията са съставени няколко модела, като е избран най-добрият от тях съгласно информационния критерий на Акайке. Като измерител на инфлацията е избран индексът на потребителските цени ($lgcpi$). В модела са взети предвид индикаторите Депозити на небанковия сектор – $lgdepositsnonban$, Индекс на цените на вноса – $lgimportprices$ и реалния ефективен валутен курс – $lgreer$.

Променливи	Лагова стойност	Информационен критерий на Акайке (AIC)
$lgcpi$ $lgimportprices$ $lgreer$ $lgfr007$	12	-20,35778

Таблица 5: Влияние на лихвения процент FR007 върху банковата инфлацията – избрани иконометрични модели

Източник: *Авторови изчисления*

Проверката за наличие на коинтеграция показва, че времевите редове са коинтегрирани. Съставен е VECM модел. В оценката на ECT за модела коефициентът

пред $lgfr007$ не е статистически значим, което означава, че не може да се говори за статистически значима дългосрочна връзка между лихвения процент и инфлацията.

В краткосрочен план лихвеният процент $lgfr007$ се отразява на Индекса на потребителските цени $lgcpi$ след десет месеца. Това означава, че КЦБ би имала трудности с непосредственото влияние върху инфлацията, ако има нужда от бързи действия за нейното намаляване.

Третата група модели са се фокусират върху влиянието на валутния курс върху износа и вноса. За оценката на влиянието на валутния курс върху износа са съставени няколко модела. Моделите, които включват в себе си няколко индикатора, не удовлетворяват диагностичните тестове и поради тази причина резултатите от тях не могат да се определят като надеждни. Ето защо са взети предвид модели, които удовлетворяват диагностичните тестове и от тях е избран най-добър модел по критерия на Акайке.

На първо място е разгледано влиянието на валутния курс върху износа. Валутният курс би следвало да оказва пряко влияние върху износа, тъй като чрез валутния курс дадена местна стока става по-евтина или по-скъпа за останалия свят. Осланяйки се на законите за търсенето и предлагането с поскъпването или поевтиняването на дадената стока се променя и нейното търсене. Избрани са два измерителя на валутния курс, които да бъдат тествани за влияние върху износа и вноса – това са номиналният ефективен валутен курс – $lgneer$ и реалният ефективен валутен курс – $lgreer$.

Проверката за наличие на коинтеграция показва, че времевите редове не са коинтегрирани. Ето защо се преминава към съставянето на VAR вместо на VECM модели.

Променливи	Лагова стойност	Информационен критерий на Акайке (AIC)
$lgchexport\ lgreer$	2	-5,725461
$lgchexport\ lgneer$	11	-5,510747

Таблица 6: Влияние на валутния курс върху износа – избрани иконометрични модели

Източник: *Авторови изчисления*

- Взаимодействие между реалния ефективен валутен курс и износа

Съставен е VAR модел, чрез който да се изследва взаимодействието между реалния ефективен валутен курс и износа. Според резултатите от модела не може да се говори за статистическа значима връзка между реалния ефективен валутен курс и износа на Китай.

- Взаимодействие между номиналния ефективен валутен курс и износа

Според резултатите от модела (Приложение 5), номиналният ефективен валутен курс оказва разнопосочно влияние върху износа, което се проявява след четири, пет, шест и осем месеца, като общия ефект е по-скоро негативен. Това би означавало че КЦБ има възможност да повлияе върху равнищата на износа на Китай посредством нивото на номиналния ефективен валутен курс. Или с покачване на номиналния ефективен валутен курс, износът намалява. Проведените резултати от диагностичните тестове са благоприятни и по тази причина резултатите от модела могат да се разглеждат като благонадеждни.

Представени са и модели, които показват влиянието на валутния курс върху вноса. Валутният курс би следвало да оказва пряко влияние върху вноса, тъй като чрез валутния курс дадена чужда стока става по-евтина или по-скъпа за местната икономика. Осланяйки се на законите за търсенето и предлагането, с поскъпването или поевтиняването на дадената стока се променя и нейното търсене. Избрани са два измерителя на валутния курс, които да бъдат тествани за влияние върху вноса – това са номиналният ефективен валутен курс – $lgneer$ и реалният ефективен валутен курс – $lgreer$.

Проверката за наличие на коинтеграция показва, че времевите редове не са коинтегрирани. Ето защо се преминава към съставянето на VAR вместо на VECM модели.

Променливи	Лагова стойност	Информационен критерий на Акайке (AIC)
$lgchimport\ lgreer$	1	-5,979723
$lgchimport\ lgneer$	1	-5,928403

Таблица 7: Влияние на валутния курс върху вноса – избрани иконометрични модели

Източник: Авторови изчисления

- Взаимодействие между реалния ефективен валутен курс и вноса

Поради липсата на коинтеграция е съставен е VAR модел, чрез който да се изследва взаимодействието между реалния ефективен валутен курс и износа. Според резултатите от модела не може да се говори за статистически значима връзка между реалния ефективен валутен курс и вноса. Проведените резултати от диагностичните тестове са благоприятни и по тази причина резултатите от модела могат да се разглеждат като благонадеждни.

- Взаимодействие между номиналния ефективен валутен курс и вноса

Този модел цели да провери какво е взаимодействието между номиналния ефективен валутен курс и вноса. Липсва коинтеграция и затова е съставен VAR модел. Според резултатите от него, номиналният ефективен валутен няма статистическо значимо влияние върху обема на вноса в Китай. В този смисъл по линия на валутния курс КЦБ не би могла да повлияе върху обема на вноса, като се имат предвид резултатите от дадения модел. Проведените резултати от диагностичните тестове са благоприятни и по тази причина резултатите от модела могат да се разглеждат като благонадеждни. Намаляващият внос при покачване на износа, може да е вследствие на факта, че икономиката на Китай като цяло е експортно-ориентирана, а вносните стоки се използват за производство на експортни стоки. В тази връзка с покачването на валутния курс, износет намалява и оттам и търсенето на вносни стоки.

Направено е **обобщение на резултатите** от представените иконометрични модели. Съставените иконометрични модели дават основание да се конструират изводи относно възможностите и не възможностите КЦБ да оказва влияние върху различни аспекти на макроикономиката на Китай.

Относно банковата система се достига до извода, че КЦБ има възможност да влияе в дългосрочен план върху заемите към частния сектор – както посредством промените в M2, така и чрез лихвения процент по репо операциите FR007 и ставките на минималните задължителни резерви. В краткосрочен план обаче, статистически значим ефект може да се постигне чрез промени в паричното предлагане, но не и чрез лихвения процент или минималните задължителни резерви. Ако анализът се пренесе само върху част от заемите, а именно новите заеми, то изводите са сходни. Чрез лихвения процент, паричното предлагане и ставката на минималните задължителни резерви може да се постигне дългосрочен ефект върху новите заеми.

Относно влиянието върху инфлацията резултатите от разработените иконометрични модели говорят за неголяма възможност на Централната банка да

повлияе на инфлацията, използвайки лихвения процент по репо операциите. По-скоро, Централната банка трябва да търси други възможности за поддържане на ценовото равнище. Резултатите от иконометричните модели сочат, че чрез паричното предлагане Централната банка на Китай има възможност да влияе върху инфлацията, което в никакъв случай не е изненадващо. Централната банка би могла да се обърне и към управление на валутния курс, ако иска да повлияе на инфлацията.

Относно влиянието на валутния курс резултатите от иконометричните модели подсказват за няколко извода. На първо място, не е намерена статистически значима връзка между реалния ефективен валутен курс на Китай и износа. КЦБ обаче може да повлияе на нивото на износа чрез номиналния ефективен валутен курс. Важно е да се има предвид, че влиянието от номиналния ефективен валутен курс към износа е разнопосочно в различните лагове, но общият ефект е по-скоро негативен. При всички положения обаче става дума единствено за краткосрочни, но не и за дългосрочни връзки между валутния курс и износа.

Относно вноса, не са открити статистически значими връзки между валутния курс и вноса, и в този смисъл не би могло КЦБ да окаже влияние на нивата на вноса по линия на валутния курс

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключението са обобщени основните изводи, до които се достига в дисертационния труд.

Исторически погледнато КЦБ винаги е била силно свързана с правителството на Китай. Тези обвързаности продължават да са налице. На база анализа на съвременното състояние на КЦБ и нейното място в държавната структура на страната, се достига до извода, че може да се говори за една зависима от правителството Централна банка.

В дисертационния труд е направен задълбочен анализ на паричната политика на КЦБ, като е обърнато внимание както на нейната стратегия, така и на оперативната ѝ рамка. Осъществен е анализ на крайните цели на КЦБ, като са разгледани различните възможности за тълкуване на реалната крайна цел на институцията – предвид нейното двусмислено формулиране. Съществен момент при анализа на паричната политика е определянето на паричния режим на дадена икономика. В дисертационния труд е направен анализ на скорошните промени в паричния режим на Китай. На базата на утвърдени критерии се достига до извода, че в момента Китай се намира в преходен период от таргетиране на база паричен агрегат към таргетиране на инфлацията. В труда е обърнато съществено внимание и на оперативната рамка на политиката на КЦБ, като е

извършен обстоен анализ на инструментариума на паричната политика на КЦБ. Институцията използва различни инструменти за постигането на своите цели, като тяхната същност е изяснена.

В дисертационния труд е анализирана обстойно и валутната политика на КЦБ. Тъй като Китай преминава през различни промени по отношение на валутния курс е обърнато внимание на валутнокурсните режими и етапите в развитието на валутнокурсния режим на Китай. В последните години страната полага редица усилия относно международното използване на нейната валута. Политиките, свързани с интернационализацията на валутата, влизат в сферата на валутната политика. В този смисъл са разгледани и политиките по насърчаване интернационализацията на китайската валута в съвременните условия.

Направен е подробен литературен преглед и сравнителен анализ на чуждестранните източници, свързани пряко с темата на дисертационния труд, като са анализирани съвременни литературни източници. По-конкретно са представени емпирични изследвания, свързани с трансмисията на паричната политика, и в частност – с канала на лихвените проценти, канала на банковия заем, канала на цената на капиталовите активи, канала на валутния курс. Проучени са и изследвания, които се занимават с нетрадиционни трансмисионни канали – като канала на поемането на риск и канала на сенчестия заем.

Като следваща част от литературния обзор и сравнителния анализ, е направено обстойно проучване на литературните източници, които се фокусират върху ефектите от паричната политика върху макроикономиката на Китай. На първо място са разгледани изследвания, които изучават ефектите върху лихвените проценти. Разгледана и обобщена е също и специализираната финансово-икономическа литература, фокусираща се върху ефекта от паричната политика върху капиталовите пазари, влиянието върху съвкупния доход и недвижимите имоти.

Направен е и обстоен обзор и сравнителен преглед на теоретичните постановки относно връзката между паричната политика и политиката на валутния курс. По-конкретно са представени трилемата Мъндел-Флеминг и компенсационната теза като теоретични виждания за съчетаването на паричната политика и политика по управление на валутния курс. На тази основа са проучени емпирични изследвания, които проверяват доколко тези теоретични възгледи се материализират в Китай. На базата на проведен критичен анализ и обобщение на тези литературни източници не може да се достигне до ясен отговор на въпроса кой от теоретичните възгледи намира практически израз в

китайската икономика. Все пак изглежда, че повечето изследвания дават доказателства в полза на компенсационната теза.

Като следваща част от приложения литературен обзор и сравнителен анализ са обобщени съществуващите изследвания, които търсят връзки между валутния курс и макроикономически показатели на Китай. До този момент емпиричните доказателства за връзката между валутния курс и износа в повечето случаи говорят за липсата на зависимост, като това може да се дължи на ниската еластичност на търсенето на чуждестранни стоки от страна на Китай. Така повечето изследвания достигат до обратна зависимост между поведението на валутния курс и излишъка по капиталовата сметка, но съществуват и изключения. Друга група проучвания изследват връзката между валутен курс и инфлация. Най-общо емпиричните изследвания говорят за връзка между валутния курс и инфлацията в Китай. С понижаването на валутния курс, инфлацията в страната се повишава. Относно връзката валутен курс и ПЧИ, не могат да се направят единодушни изводи на база съществуващата литература предвид различните заключения на разгледаните автори.

В дисертационния труд е направен и задълбочен анализ на инструментите на паричната политика на КЦБ, като е разгледано емпирично развитието им по обеми и в структура. Относно операциите на открития пазар, може да се заключи, че е налице разнообразие на използваните инструменти от този вид в периода 2010-2021 г. През посочения период някои инструменти спират да се използват, като на тяхно място се появяват други. През годините се забелязват и промени в структурното отношение на използваните видове операции на открития пазар по срочност. Освен това със сигурност може да се твърди, че репо операциите са основният вид операции на открития пазар, който КЦБ използва, докато останалите елементи имат по-скоро съпътстващо значение. В допълнение се достига до извода, че е налице ясно очертана тенденция за намаляване на матуритетите при инструментите, при които има разделение по срочност. Що се касае до минималните задължителни резерви, се достига до извода, че този инструмент на паричната политика е сред предпочитаните средства за влияние върху банковата система от КЦБ. Вероятно, обаче, при достигането на едно оптимално тяхно ниво и при нормална пазарна ситуация, КЦБ би се въздържала от честото им използване. Операциите на открития пазар – най-вече в лицето на репо операциите, биха могли да се справят с нуждата от временна подкрепа за паричния пазар, но при нужда от по-дълготраен ефект институцията би продължила да се обръща към минималните задължителни резерви.

В дисертационния труд са изследвани и постоянното кредитно улеснение, и средносрочното кредитно улеснение като елементи на неконвенционалните инструменти на паричната политика на КЦБ. При тях се забелязва обратната тенденция спрямо операциите на открития пазар. А именно – КЦБ използва все по-дългосрочни матуритети от тези инструменти. Относно допълнителното кредитиране срещу залог се посочва, че това е един нетипичен за централна банка инструмент, тъй като той преследва и социална функция и носи съответните рискове. Трудно е да се предвиди какви биха били последващите стъпки на КЦБ във връзка с този инструмент. Строителният сектор е от голяма важност за общото развитие на Китай и в тази връзка правителството се ангажира в различни големи и важни инфраструктурни проекти. Ако властите сметнат, че е удачно КЦБ да се ангажира в този процес, може да се очаква институцията да продължи да използва този инструмент и в бъдеще.

В последната глава на дисертационния труд е приложен и иконометричен анализ на ефектите от политиката на КЦБ върху избрани значими макроикономически показатели. Направената иконометрична оценка на макроикономическите ефекти от политиката на КЦБ се базира на разработени авторови иконометрични модели. Чрез средствата на иконометричното моделиране се представят доказателства за съществуващи връзки между политиката на Централната банка, банковата система, инфлацията, износа и вноса на китайската икономика. На базата на проведеното емпирично изследване са генерирани значими обобщения и изводи – както за теорията, така и за практиката.

По-конкретно се достига до извода, че КЦБ има възможност да влияе в дългосрочен план върху заемите към частния сектор както посредством промените в паричния агрегат М2, така и чрез лихвения процент по репо операциите FR007 и ставките на минималните задължителни резерви. Относно новите заеми, КЦБ може да постигне дългосрочен ефект, използвайки лихвения процент, паричното предлагане и ставката на минималните задължителни резерви може да се постигне дългосрочен ефект върху новите заеми. В краткосрочен план КЦБ може да повлияе единствено чрез паричното предлагане. Лихвеният процент не дава и резултати върху инфлацията, за разлика от паричния агрегат М2 и валутния курс. Относно влиянието на валутния курс, не може да се говори за статистически значима връзка между реалния ефективен валутен курс на Китай и износа. Следва да се обърне внимание, че става дума единствено за краткосрочни, но не и за дългосрочни връзки между валутния курс и износа. Относно

вноса не са открити статистически значими връзки между валутния курс и вноса и в този смисъл не би могло КЦБ да окаже влияние на нивата на вноса по линия на валутния курс.

Може да се твърди, че поставените задачи са изпълнени в рамките на дисертационното изследване. На база тяхното изпълнение могат да се определят следните **научни и научноприложни приносни моменти на дисертационния труд**:

1. За първи път сред българската изследователска общност се прави подобно задълбочено изследване на макроикономическите ефекти на политиката на КЦБ. В България съществуват изследвания, свързани с китайската икономика, но те са ограничени, а такива, които в детайли да изследват паричната и валутната политика на Китайската централна банка, изцяло липсват.
2. Обогаляване на съществуващата специализирана финансово-икономическа литература относно съвременното състояние, развитието и историческите особености на паричната и валутната политика на КЦБ, с формулирани важни изводи във връзка с настоящия паричен и валутнокурсен режим на Китай.
3. Систематизация и приложен сравнителен и критичен анализ на съществуващите специализирани литературни източници във връзка с трансмисията на паричната политика на КЦБ, връзката между паричната и валутната политика на КЦБ и техните ефекти.
4. Приложен е емпиричен анализ на инструментариума на паричната политика на КЦБ в неговата структура и динамика, с детайлно проучване поведението на всеки един от инструментите на КЦБ в периода 2010-2021 г., с извеждане на важни обобщения за теорията и практиката.
5. Направена е иконометрична оценка на ефектите от прилаганата парична и валутна политика на КЦБ върху избрани макроикономически показатели – инфлация, заеми, износ и внос на Китай, на базата на разработени авторови иконометрични модели с използване на актуални данни, въз основа на които се формулират значими изводи както за теорията, така и за практиката.
6. Обогаляване на научните знания относно съвременните макроикономически ефекти на политиката на КЦБ и връзката между паричната и валутната политика на КЦБ с инфлацията, заемите, износа и вноса на китайската икономика.

Резултатите от направеното иконометрично изследване потвърждават изследователската теза на дисертационния труд, а именно, че съществува връзка между паричната и валутната политика на КЦБ и инфлацията, заемите, износа и вноса на Китай.

По-конкретно:

Хипотеза 1 се потвърждава, като се достига до извода относно паричната политика на КЦБ, че паричният агрегат М2 и лихвеният процент FR007 оказват влияние върху обема на заемите в Китай.

Хипотеза 2 се потвърждава частично, тъй като се достига до извода, че паричният агрегат М2 оказва влияние върху инфлационното равнище, докато лихвеният процент FR007 не оказва влияние върху инфлационното равнище в Китай.

Хипотеза 3 се потвърждава, тъй като са представени емпирични доказателства, че нивото на номиналния ефективен валутен курс оказва влияние върху износа на Китай.

Хипотеза 4 се отхвърля, тъй като иконометричният модел не показва влияние на номиналния ефективен валутен курс и вноса на Китай.

В тази връзка поставената главна цел на дисертационния труд е изпълнена.

Дисертационния труд има своя дял в изясняването на състоянието и развитието на китайската икономика, и в частност – на макроикономическите ефекти, породени от действията на Централната банка на страната.

IV. СПРАВКА ЗА ПРИНОСИТЕ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

В дисертационния труд се открояват следните научни и научно-приложни приноси:

1. За първи път сред българската изследователска общност се прави подобно задълбочено изследване на макроикономическите ефекти на политиката на Китайската централна банка. В България съществуват изследвания, свързани с китайската икономика, но те са ограничени, а такива, които в детайли да изследват паричната и валутната политика на КЦБ, изцяло липсват.

2. Обогаляване на съществуващата специализирана финансово-икономическа литература относно съвременното състояние, развитие и исторически особености на паричната и валутната политика на КЦБ, с формулирани важни изводи във връзка с настоящия паричен и валутнокурсен режим на Китай.

3. Систематизация и приложен сравнителен и критичен анализ на съществуващите специализирани научни изследвания във връзка с трансмисията на паричната политика на КЦБ, връзката между паричната и валутната политика на КЦБ и техните ефекти.

4. Приложен е емпиричен анализ на инструментариума на паричната политика на КЦБ в неговата структура и динамика, с детайлно проучване поведението на всеки един от инструментите на КЦБ в периода 2010-2021 г., с извеждане на важни обобщения за теорията и практиката.

5. Направена е иконометрична оценка на ефектите от прилаганата парична и валутна политика на КЦБ върху избрани макроикономически показатели – инфлация, заеми, износ и внос на Китай, на базата на разработени авторови иконометрични модели с използване на актуални данни, въз основа на които се формулират значими изводи както за теорията, така и за практиката.

6. Обогаляване на научните знания относно съвременните макроикономически ефекти на политиката на КЦБ и връзката между паричната и валутната политика на КЦБ с инфлацията, заемите, износа и вноса на китайската икономика.

V. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ, СВЪРЗАНИ С ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Рупска, К., 2019. Промените във валутнокурсския режим на Китай в условията на повишен интерес към политиката на Китайската централна банка, Сборник с доклади, IX международна научна конференция “Ударната вълна на информационния взрив и предефинирането на финансите”, 18-20 май 2019 г., Равда, Издателски комплекс – УНСС, София, ISBN: 978-619-232-270-0, с. 149-154
2. Пенкова, К., 2020. Интернационализацията на китайската валута ренминби – политики и развитие“, е-Сборник с изследователски разработки на лауреатите, Девети академичен конкурс “Д-р Иванка Петкова”, Институт за икономическа политика, София, 2020 г., ISBN: 978-954-9359-80-0, с. 6-45.
3. Пенкова, К., 2021. Политиката на Китайската централна банка в отговор на пандемията от COVID19, Сборник доклади, Шестнадесета международна научна конференция на младите учени „Икономиката на България и Европейския съюз: Предизвикателството COVID-19”, 12 февруари 2021 г., УНСС, София, Издателство на ВУЗФ „Св. Григорий Богослов“, София, 2021 г., ISBN: 978-619-7622-04-1, с. 194-200.
4. Пенкова, К., 2021. Взаимовръзка между парична и валутна политика през призмата на Китайската централна банка, Сборник с доклади, Заключителна международна научна конференция “Иновативната неконвенционална парична политика на водещите централни банки и нейните ефекти за развитите и развиващите се държави, с акцент върху България”, Научноизследователски проект по Договор № ДН15/10 от 11.12.2017 г., финансиран от Фонд „Научни изследвания“ при Министерство на образованието и науката на Република България, 9 – 10 октомври 2021 г., Боровец, Издателски комплекс – УНСС, София, 2021 г., ISBN: 978-619-232-569-5, с. 126-134.
5. Пенкова, К., 2022. Паричният режим на Китай по пътя на трансформацията, в рамките на Седемнадесета международна научна конференция на младите учени на тема „Икономиката на България и Европейския съюз: иновации и трансформация”, 11 февруари 2022 г., УНСС, София (под печат).

VI. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ

Във връзка с провеждането на процедура за придобиване на образователна и научна степен „доктор“ декларирам, че:

1. Дисертационният труд „Макроикономически ефекти на политиката на Китайската централна банка“ е мое лично дело и добросъвестно съм посочила всички източници на информация, използвани за разработването му.

2. Представените резултати и приноси на дисертационното изследване са оригинални и не са заимствани от чужди изследвания и публикации.